

LE CONTRÔLE DU CRÉDIT AUX ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Décembre 1933 à 14 heures

PAR

Christian MELLAC

Président : M. William OUALID, Professeur.

<i>Suffragants</i> {	MM. TRUCHY, AFTALION.	{ <i>Professeurs</i>
----------------------	--------------------------	----------------------

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1933

Mellac

A



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LE CONTROLE DU CRÉDIT
AUX
ÉTATS-UNIS

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs. ;**

LE CONTROLE DU CRÉDIT AUX ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Décembre 1933 à 14 heures

PAR

Christian MELLAC

Président : M. William OUALID, Professeur.

<i>Suffragants</i> {	MM. TRUCHY, AFTALION.	} <i>Professeurs</i>
----------------------	--------------------------	----------------------

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1933

R. C. Seine 34180



A la mémoire de mon ami GUY MALLET

CHAPITRE I^{er}

LA MONNAIE DIRIGEE

Les progrès réalisés depuis un demi-siècle dans toutes les branches de la science ont transformé la vie économique ; la production s'est diversifiée et s'est accrue, les prix de revient ont été abaissés et cependant la durée du travail a été réduite, son caractère pénible atténué et sa rémunération accrue.

A cette amélioration continue des conditions de la production, il est facile d'opposer la confusion qui règne actuellement dans le domaine des échanges ; d'une part des matières premières existent en quantité surabondante, de la main-d'œuvre est inemployée, des capitaux sont disponibles et, d'autre part, des besoins immenses, essentiels ou superflus ne sont pas satisfaits. La crise actuelle est la meilleure illustration de ce paradoxe et semble la condamnation de l'organisation présente des échanges.

Devant cette opposition entre les progrès considéra-

bles de la production et la confusion grandissante des échanges, il était inéluctable que l'on cherchât à appliquer à l'art économique les méthodes qui avaient remporté tant de succès dans les autres branches de l'activité humaine. De nombreux économistes estimèrent que le régime des échanges basé sur la liberté de l'offre et de la demande était issu d'un empirisme malfaisant et que, de plus, il ne répondait plus aux circonstances nouvelles de la vie économique, qu'il fallait dorénavant demander à des méthodes rationnelles de régler la production, la consommation et les échanges d'après les données des statistiques, les possibilités de la science et les besoins du monde.

Les manifestations de cette nouvelle tendance d'économie dirigée sont nombreuses depuis la guerre ; on peut citer les plans quinquennaux russes ou italiens, le plan américain de reconstruction ; enfin la conférence économique de Londres de juin 1933 a été la tentative la plus récente et la plus générale d'une réalisation de cet ordre.

Cependant, la réglementation individuelle et générale de tous les rouages de l'activité économique ne semble pas devoir se réaliser sans des difficultés insurmontables d'ordre administratif ; aussi la plupart des partisans d'une économie dirigée préfèrent-ils à une réglementation des différents facteurs de la production et de la consommation, un moyen d'action unique s'exerçant sur l'un d'entre eux et répercutant ses heureux effets sur l'ensemble des autres.

L'histoire financière de la guerre et de l'après-guerre a donné aux autorités politiques et monétaires un moyen unique d'action particulièrement efficace pour agir sur l'ensemble de l'activité économique; les différents phénomènes monétaires qui se sont succédés pendant et depuis les hostilités, inflation fiduciaire chez les bel-ligérants, accumulation de l'or chez les neutres, déflation et stabilisation chez les premiers aussi bien que chez les seconds ont permis d'étudier les conséquences des manipulations de la monnaie sur l'activité économique des nations, et d'édifier une théorie nouvelle de la monnaie, assise sur des expériences suffisamment nombreuses et suffisamment complètes. Cette science récente allait servir de base à l'art de diriger l'économie d'un pays par des manipulations monétaires.

L'exercice de cette politique implique l'abandon des principes qui inspiraient la gestion des banques d'émission, alors que le maintien d'une proportion rigoureuse entre l'or et les engagements était le souci primordial des dirigeants des instituts d'émission la politique nouvelle exige que ces établissements proportionnent leurs engagements, c'est-à-dire la circulation monétaire et scripturale non plus à leurs réserves de métal, mais à des indices tels que celui des prix ou celui de la production.

* * *

On a reproché aux anciens principes et au système

qui en découle d'être le résultat d'une routine grossière et de ne s'être pas adaptés aux circonstances actuelles ; mais il semble que cette origine empirique ait été au contraire le secret de leur succès pendant plus d'un siècle. Non seulement, le système de la proportion rigide entre l'or et la circulation a assuré la stabilité monétaire mais il a de plus constitué pour les échanges nationaux et internationaux un régulateur particulièrement efficace.

Les instituts d'émission les plus anciens et qui ont servi de modèles aux plus récents n'ont été à l'origine que des établissements privés ; deux tendances opposées se disputaient leur gestion : la sécurité de leurs opérations et le désir de développer leurs affaires et par suite leurs gains. La première tendance a conduit ces établissements à garder des réserves importantes qui ont assuré la valeur des billets par la confiance qu'elles inspiraient aux porteurs ; la seconde les a incités à multiplier leurs placements productifs et à intensifier par là le développement économique.

Dans la plupart des pays, la loi qui conférait à un établissement le privilège d'émission a donné un caractère obligatoire à la règle que l'expérience avait imposée et qui limitait les opérations de cet établissement : cette limite peut être constituée soit par le maintien d'une proportion entre l'or et la circulation, soit par la fixation d'un plafond pour l'émission. Ainsi les porteurs sont toujours assurés dans des circonstances normales

de pouvoir échanger leurs billets de banque contre du métal : la limite de l'émission lie donc la valeur de la monnaie fiduciaire à celle du métal.

Cette stabilité est un facteur d'ordre pour l'économie nationale ; d'autre part les différents instituts d'émission en maintenant le volume de leurs opérations dans les limites qui leur sont prescrites, introduisent aussi un élément de stabilité dans le commerce international ; l'étalon or apparaît comme un mécanisme régulateur de l'économie mondiale.

Lorsque dans un pays les demandes de billets ou de crédits à l'Institut d'émission s'accroissent et que leur satisfaction risquerait de faire dépasser la limite légale d'émission ou d'élever la proportion au-delà du chiffre fixé les dirigeants de l'Institut élèvent le prix du crédit c'est-à-dire le taux de l'escompte ; cette hausse entraîne une hausse générale des taux sur le marché monétaire et attire dans le pays les capitaux étrangers ; de plus, la contraction monétaire qui suit l'élévation du taux de l'escompte entraîne un fléchissement de l'activité économique et la baisse des prix ; cette dernière favorise les exportations, ralentit les importations et contribue à créer un solde créditeur à la balance des comptes. L'importation des capitaux et le solde créditeur de la balance des comptes élèvent le change de la monnaie nationale et provoquent par là des importations d'or. Le métal permet de renforcer l'encaisse de la banque d'émission, d'accroître à nouveau ses opérations et de

financer le développement de l'économie nationale.

Lorsqu'il existe au contraire une marge disponible d'émission, les dirigeants de la banque abaissent le taux de l'escompte et facilitent le développement du crédit et de la circulation : l'abaissement du taux de l'escompte provoque l'exportation des capitaux mais concourt à l'accroissement de la circulation et des ouvertures de crédit. Les prix s'élèvent, les importations augmentent et les exportations diminuent, le solde de la balance des comptes devient débiteur ou accroît son débit ; des exportations de capitaux d'abord, d'or ensuite doivent combler le déficit. Cette politique de facilité se poursuit jusqu'au moment où la limite d'émission risque d'être atteinte.

Avant la guerre, un certain équilibre s'était créé entre tous les pays à monnaie d'or : lorsque l'un d'eux manquait de métal pour financer son développement économique, la hausse du taux de l'escompte à laquelle il était obligé de recourir provoquait un afflux direct de capitaux et donc d'or. Lorsqu'au contraire, l'or était surabondant la baisse du taux de l'escompte facilitait l'expansion économique et provoquait des exportations de métal vers les pays où il était en quantité insuffisante.

Le métal s'est ainsi distribué suivant les besoins : il a afflué là où il était payé le plus cher : les quantités nouvelles extraites ont été centralisées sur le marché de Londres et de là se sont dirigées vers les pays où des besoins nouveaux se faisaient sentir.

Ce système qui régit encore virtuellement le monde a le mérite d'être particulièrement souple et de jouer avec automatisme. Il a de plus pour lui la consécration de l'expérience ; il a résisté à des crises nombreuses et difficiles et permis le développement économique considérable des cent dernières années.

Mais les entraves apportées pendant la guerre aux libres mouvements des capitaux et du métal, et l'importance du déséquilibre créé après la guerre entre les réserves métalliques et la circulation monétaire des différents pays ont faussé ce mécanisme. Depuis la guerre en effet, ce mécanisme automatique mais délicat n'a pu jouer ; le cours forcé a été établi chez la plupart des belligérants et la circulation fiduciaire n'a plus été réglée d'après les réserves métalliques ; les prix ont été tarifés, les courants commerciaux bouleversés, les entreprises soumises au contrôle de l'Etat : dans ces conditions, les diverses économies nationales n'ont pas pu s'adapter aux modifications de la circulation monétaire. D'autre part, les mouvements de capitaux ont été entravés et les réserves métalliques bloquées.

Après la guerre le déséquilibre créé par cinq années de mesures artificielles n'a pas permis à l'or de reprendre son rôle de régulateur ; les réserves de métal et les circulations respectives ne correspondaient plus. En Europe, les stocks d'or ne permettaient pas de gager une circulation sans cesse accrue ; aux Etats-Unis, au contraire,

le gonflement de la circulation et du crédit ne parvenait pas à immobiliser des importations continues d'or. Le retour à l'équilibre aurait nécessité une déflation sévère chez les anciens belligérants et une inflation accrue aux Etats-Unis ; cette double politique aurait été conforme au libre jeu de l'étalon or ; en abaissant les prix en Europe, en les élevant en Amérique, elle aurait renversé le sens des mouvements de capitaux et rétabli l'ancienne répartition logique de l'or. Mais cette politique était impossible, les circonstances nationales aussi bien qu'internationales s'y opposaient.

Aussitôt après la guerre, les destructions des hostilités avaient créé une telle demande dans toutes les branches de la production que l'équilibre des prix était rompu et que des prix de vente élevés ne constituaient plus dans la pénurie générale un obstacle à la conclusion des contrats. Les courants de marchandises et de capitaux étaient artificiellement déplacés par les règlements des Réparations et des dettes de guerre. Plus tard, les nations européennes ne purent pas réaliser une politique de déflation, la situation de leurs finances publiques ruinées par la guerre ne le permettant pas.

D'autre part, la politique d'impérialisme économique des Etats-Unis empêchait ces derniers d'utiliser l'or nouvellement importé : en effet, un développement supplémentaire du crédit et des affaires aurait provoqué une hausse des prix américains au moment où la dépréciation de nombreuses devises européennes conférait

aux concurrents de l'Ancien Continent un avantage appréciable.

Depuis lors la politique de tous les pays a concouru à maintenir ce déséquilibre par des tentatives d'économie dirigée. Les barrières douanières élevées, l'acclimatation d'industries nouvelles dans des pays inaptes, les restrictions à la liberté de circulation des capitaux et des métaux, les manipulations monétaires ont été non seulement des obstacles à une répartition logique de l'or, mais aussi des motifs nouveaux de désordre.

Dans ces conditions, la plupart des monnaies se sont successivement effondrées, la production s'est accrue sans limites, accélérée par une hausse des prix qu'aucune pénalité n'arrêtait plus ; devant la surproduction générale les échanges internationaux ont été paralysés.

Il semble difficile d'attribuer ce « désarroi des choses » à un système dont le fonctionnement a été entravé moins par les circonstances économiques que par l'intervention des Pouvoirs Publics.

Cependant la persistance du déséquilibre mondial et notamment l'inégale répartition de l'or ont fait préconiser une nouvelle politique monétaire dont les préoccupations métalliques seraient bannies et dont le but constant serait d'ajuster la circulation aux besoins.

Dans la théorie nouvelle l'or « relique des temps barbares », n'est pas nécessaire à la valeur de la monnaie, il est de plus nuisible en tant que régulateur de la vie économique.

La valeur de la monnaie est assurée par son pouvoir d'achat, c'est la certitude de pouvoir acquérir une certaine quantité de marchandises avec une unité monétaire qui fait accepter cette dernière en paiement. L'unité monétaire représente dans cette théorie non plus une quantité déterminée d'une seule marchandise de valeur variable, d'or ou d'argent suivant les pays, mais un pouvoir d'achat fixe, c'est-à-dire des quantités déterminées de marchandises innombrables dont la valeur générale est immuable. Dans ce système, la monnaie est gagée en réalité par l'universalité des marchandises qu'elle permet d'acquérir et non plus par des stocks de métal qui ne représentent qu'une partie de la circulation et dont la valeur est variable.

Non seulement l'or n'est pas nécessaire au maintien de la valeur de la monnaie mais il est de plus nuisible à l'équilibre économique. La monnaie intermédiaire des échanges doit aussi en être la régulatrice ; il importe qu'elle existe en quantité suffisante pour permettre l'échange de toutes les marchandises, il importe pour éviter une hausse des prix qu'elle ne soit pas en quantité surabondante. Or, dans le système traditionnel qui lie l'or et la circulation, l'adaptation de la monnaie aux besoins n'est pas réalisée ; aucun rapport n'existe entre les extractions d'or et le développement des besoins monétaires dans le monde. A l'intérieur de chacune des divisions de la géographie monétaire, il peut y avoir un déséquilibre entre les stocks de métal et les nécessités de la circulation.

Il est possible que les réserves de métal ne soient pas suffisantes pour répondre au développement des affaires ; par contre, les réserves peuvent excéder les besoins. Ces désaccords, dans un sens comme dans l'autre, sont également nuisibles et injustes.

Ils sont nuisibles car ils provoquent, soit dans le monde entier, soit dans un pays, le déséquilibre de la vie économique. Si la circulation est inférieure aux besoins, le développement des affaires est entravé, les capitaux manquent pour financer les entreprises nouvelles, fournir les fonds de roulement des anciennes, absorber la production antérieure ; les prix baissent, les entreprises moins bien placées, les entreprises marginales ferment, le chômage survient, les salaires sont abaissés, les bénéfices diminués ; la réduction générale du niveau de vie, des classes pauvres comme des classes riches, est la conséquence habituelle d'une monnaie dont la quantité est insuffisante.

Si la circulation au contraire est supérieure aux besoins, les capitaux sont abondants et dans la mesure où ils facilitent seulement la consommation, ils contribuent à développer la richesse du pays ; mais ces capitaux abondants entraînent bientôt la hausse des prix, et des prix élevés provoquent la spéculation. Des capitaux abondants et des prix élevés permettent un développement exagéré de la production et par un processus habituel conduisent à la crise : la surproduction constitue des stocks qui renversent le mouvement de hausse ; la

baisse des prix surprend les spéculateurs, dont les positions à la hausse doivent être liquidées rapidement ; la panique caractéristique du début de la crise s'ensuit ; la baisse des prix et la thésaurisation fatale, après toute panique, accentuent encore la crise.

L'excès comme l'insuffisance de métal sont également nuisibles ; ils provoquent des variations de prix qui bouleversent l'ordre économique. La baisse des prix est un facteur direct de crise, la hausse, par la spéculation qu'elle facilite en est un facteur indirect. Une politique monétaire rationnelle doit donc se détacher du mythe désuet de la « proportion » pour tendre à la stabilisation des prix.

D'autre part, la hausse ou la baisse des prix sont générateurs d'injustice. Les variations générales de prix ne se propagent pas en effet régulièrement dans toutes les branches de l'activité économique ; les prix de détail et les prix de gros, les prix industriels et les prix agricoles, les salaires et les prix des denrées ne suivent pas des courbes parallèles ; il y a là une première source d'injustices, mais il en existe une autre plus générale.

Les variations du niveau moyen des prix sont en réalité des variations de la valeur de la monnaie ; lorsque les prix montent, avec la même unité monétaire on obtient moins de chacune des marchandises offertes, lorsqu'ils baissent, on en obtient plus ; l'unité monétaire exprimée en marchandises vaut plus ou moins.

Chaque variation du niveau général des prix entraîne

un déséquilibre dans les prestations réciproques des contrats ou transactions en cours d'exécution. En cas de hausse des prix, c'est-à-dire de baisse de la valeur de la monnaie, les créanciers de sommes d'argent reçoivent le nombre d'unités monétaires prévu au contrat, mais avec lui ils obtiennent moins de marchandises ou services qu'ils n'en auraient obtenu au moment de la conclusion du contrat : ils réalisent une perte ; il en est ainsi notamment des obligataires qui touchent leurs intérêts ou dont le capital est remboursé. En cas de baisse des prix au contraire, les créanciers de sommes d'argent reçoivent en réalité plus qu'il n'était prévu.

Par contre, les bénéficiaires de prestations en marchandises sont avantagés par la hausse des prix et désavantagés par la baisse.

Lorsqu'il s'agit de créances dont l'échéance est particulièrement longue et que pendant cette période le niveau des prix s'est profondément modifié, les positions respectives du débiteur et du créancier sont tellement différentes qu'il existe une véritable spoliation de l'un d'eux au profit de l'autre. L'obligataire qui a versé 20 dollars à une société avant la guerre, n'a pu acheter s'il a été remboursé en 1929 par exemple que des marchandises qui représentaient à peine 14 dollars au moment de sa souscription. A certaines époques, il y a un transfert certain de la richesse entre débiteurs et créanciers.

Les bénéfices ou les pertes que réalisent dans ces

conditions, les créanciers ou les débiteurs, sont profondément injustes ; l'idéal de justice est donc à cet égard solidaire de la prospérité économique, il exige la stabilisation des prix : cette dernière doit être l'idée directrice d'une politique monétaire rationnelle. Le niveau des prix constitue d'ailleurs pour la plupart des partisans des théories nouvelles d'économie dirigée le guide essentiel de la politique des Instituts d'émission.

Cette politique implique la possibilité d'agir sur le niveau général des prix par l'intermédiaire de la monnaie, c'est-à-dire qu'elle exige de ses partisans un credo en la formule quantitative de la monnaie. Le lien qui unit les prix et la monnaie est très connu et très discuté : il importe cependant de le rappeler dans la forme dernière que lui ont donné la théorie et l'expérience.

La formule la plus simple s'exprime en disant que les prix varient en raison de la quantité de monnaie en circulation, elle s'appuie sur la loi de l'offre et de la demande. Lorsque la quantité de monnaie augmente et que les biens offerts en échange restent constants, le nombre des transactions demeure le même mais dans chacune d'elles la quantité de monnaie échangée est plus grande, les prix montent. Au contraire, lorsque la quantité de monnaie diminue pour une quantité identique de biens, chacun d'eux s'échangera pour un nombre inférieur d'unités monétaires, les prix seront en baisse.

Par prix, il faut entendre le niveau général des prix, la moyenne. Par monnaie, il faut entendre tous les moyens de paiement, non seulement les espèces métalliques ou billets de banque, mais aussi tout ce qui peut-être échangé contre des biens ; les comptes et crédits en banque, la monnaie scripturale doivent être compris dans la monnaie, car leurs bénéficiaires disposent en eux de moyens de paiement.

Le total des espèces en circulation et des comptes en banque ne donne qu'un des facteurs de la quantité de monnaie en circulation dans un temps donné : il est nécessaire de tenir compte de la vitesse de circulation de ces moyens de paiement. Si les billets de banque passent de mains en mains très rapidement ou si les titulaires de crédits les transfèrent immédiatement, dans un temps donné l'ensemble des individus aura possédé un nombre d'unités de pouvoir d'achat, supérieur à celui qui existe matériellement : la capacité d'achat de la collectivité augmente, les prix s'élèvent donc, avec la vitesse de circulation de la monnaie.

Il a été supposé que la contrepartie de la monnaie dans l'échange, c'est-à-dire la masse des transactions, restait constante. Si elle varie, ses modifications ont une influence inverse de celle des modifications de prix. Si le nombre des transactions augmente, les prix montent ; s'il diminue, les prix baissent.

Il est facile de synthétiser ces variations dans une formule commode où P représente le niveau général des

prix M et M' les quantités de monnaie et de crédit en circulation, V et V' leur vitesse de circulation respective, et T l'ensemble des transactions. On obtient :

$$P = \frac{MV + M'V'}{T}$$

Le niveau des prix est proportionnel à la circulation monétaire, à sa vitesse, et inversement proportionnel au nombre des biens et services.

Si cette formule est admise, ce qui sera supposé dans les chapitres qui vont suivre, il devient évident que toute

action sur un des facteurs $\frac{MV + M'V'}{T}$ entraîne une modi-

fication de P . La politique de monnaie dirigée, telle qu'elle est définie plus haut doit consister à répondre à toute modification de T par une modification de $MV \times M'V'$ pour que P demeure constant.

Les autorités monétaires peuvent agir sur la quantité de monnaie fiduciaire ou scripturale en circulation mais elles ne peuvent avoir qu'une action minime et par là insignifiante sur sa vitesse de circulation.

Cette dernière, en effet, dépend étroitement des habitudes et dispositions du public. Dans certains pays elle est très rapide ; les particuliers ne conservent que peu de disponibilités en caisse ou à leur banque, et utilisent immédiatement toutes les sommes qu'ils reçoivent ; dans d'autres, au contraire, ils conservent des disponibilités

importantes tant en caisse qu'en compte courant. Ces habitudes sont assez stables, cependant les circonstances les modifient ; dans les périodes d'inquiétude économique ou politique, chacun constitue des réserves pour faire face à toutes les éventualités possibles ; les réserves des entreprises, les liquidités des banques, les fonds des épargnants s'accroissent, la thésaurisation est générale, la monnaie circule moins vite ; dans les périodes de prospérité et de paix, elle circule plus rapidement, ses détenteurs, industriels, commerçants, capitalistes ou épargnants, certains de leurs rentrées futures, n'hésitant pas à utiliser pour leur profit ou leur plaisir leurs rentrées présentes. Sur ces dispositions et habitudes, les autorités monétaires n'ont aucune action : ce sont des faits dont elles doivent tenir compte et qu'il n'est pas en leur pouvoir de modifier.

La crise économique et financière actuelle est une illustration de cette impossibilité : les capitaux sont abondants sur la plupart des places monétaires mais ils demeurent inoccupés. Le principal souci des autorités monétaires et des Pouvoirs publics devrait être de rétablir la confiance qui activerait la circulation des biens et de la monnaie. Mais s'appuyant sur les théories qui sont exposées ici, certains préfèrent combattre l'inactivité des capitaux par un accroissement de la circulation monétaire.

Dans un régime de monnaie convertible et de frappe libre, l'Institut d'émission n'est maître ni de la dilata-

tion ni de la contraction de la circulation monétaire ; les mouvements du métal et la proportion constituent les limites de son action. Dans un système monétaire sans base métallique, la contraction et la dilatation de la circulation ne rencontrent pas ces obstacles. La banque centrale peut émettre des billets sans limite. Dans la plupart des expériences antérieures d'inflation, les émissions se sont faites au profit du Trésor public ; soit que la Banque ouvrît dans ses livres un crédit au Trésor qui tirait sur ce compte des chèques payables en monnaie fiduciaire, soit que la Banque fût autorisée à émettre des billets garantis par des obligations ou bons du Trésor. L'expérience américaine actuelle est le meilleur exemple de ce dernier procédé.

Mais pour agir sur l'ensemble des moyens de paiement, il importerait peu de modifier la quantité de monnaie fiduciaire en circulation si l'on ne touchait pas à celle des crédits en banque ; dans certains pays, en effet, l'importance de la seconde est de beaucoup supérieure à celle de la première.

L'action des autorités monétaires sur le volume des crédits en banque est à la fois plus compliquée et plus aléatoire.

L'importance de la monnaie scripturale dépend de facteurs nombreux, les habitudes et les dispositions du public, la tradition bancaire et la quantité de monnaie en circulation.

Les banques disposent de leur capital et des dépôts que leur confient leurs clients ; dans les grands établisse-

ments de crédit actuels, les ressources fournies par le capital sont minimales à côté de celles fournies par les dépôts ; aussi, peut-on dire que les possibilités de crédit d'une banque augmentent ou diminuent avec le nombre ou l'importance de ses dépôts ; mais ces derniers dépendent des habitudes et dispositions des déposants. Dans certains pays, en Angleterre et aux Etats-Unis, les particuliers ne conservent chez eux que les sommes nécessaires aux menus paiements du jour et déposent toutes leurs disponibilités dans les banques, utilisant le chèque pour la plupart de leurs règlements. Dans d'autres pays, dans les Balkans par exemple, les paiements par chèque sont très rares et les particuliers conservent chez eux la totalité de leur avoir liquide. Les habitudes du public se modifient à cet égard et les règlements par chèque sont dans tous les pays et chaque jour plus importants et plus nombreux. Cet accroissement ne se fait pas avec régularité, dans les périodes de crises économiques et financières l'inquiétude générale incite les déposants à diminuer leurs dépôts et la capacité de crédit des banques est réduite de ce fait.

Il est très difficile aux autorités monétaires et aux Pouvoirs politiques d'amener le public à modifier ses habitudes et ses dispositions.

La plupart des législations ont consenti aux règlements par chèque des avantages tant juridiques que fiscaux qui ont contribué au développement des comptes courants. D'autre part, en maintenant une monnaie saine et en

pratiquant une politique de crédit appropriée, les autorités monétaires peuvent maintenir une atmosphère de confiance et empêcher les retraits rapides et imprévus des déposants.

Enfin elles peuvent par des accroissements ou des réductions de la circulation fiduciaire tenter d'enrayer les variations de la circulation scripturale ; lorsque des émissions fiduciaires accroissent les disponibilités du public, chacun a tendance à accroître ses dépôts, il a tendance à les réduire au contraire lorsqu'une restriction monétaire apporte une gêne dans les règlements courants.

Ces différents procédés n'ont cependant qu'une efficacité très restreinte et il est possible d'affirmer que les autorités monétaires aussi bien que les Pouvoirs publics sont dépourvus d'action efficace et suffisamment rapide sur le volume des dépôts en banque.

Pour agir sur le volume du crédit, il est préférable d'agir non sur les dépôts du public mais sur l'utilisation qu'en font les banques. Ces dernières utilisent les dépôts qu'elles reçoivent en prêts et ouvertures de crédit, mais elles conservent toujours en caisse les disponibilités nécessaires pour faire face aux remboursements éventuels : la proportion entre les réserves et les engagements dépend de la nature des dépôts et des investissements et de l'importance de la banque. En outre pour des établissements similaires et des situations identiques, la proportion varie suivant les différents pays et dans chaque

pays suivant la tradition particulière de chaque banque. Il appartient généralement à chaque établissement de crédit de choisir sa proportion et d'y conformer sa politique ; mais la législation peut la fixer arbitrairement. Lorsqu'il en est ainsi, les autorités monétaires disposent d'un moyen d'action sur les engagements des banques et, par suite, sur la quantité de crédit à la disposition du public. L'obligation de maintenir un minimum de réserves ne constitue qu'une limite supérieure aux opérations de la banque ; aussi les législations des pays qui ont imposé cette règle du minimum ont-elles prévu un assouplissement et un complément nécessaires ; les réserves peuvent consister en espèces ou en crédits accordés par un établissement central ; le développement de chaque banque dépend donc au-dessus d'un certain niveau des facilités de crédit qu'elle peut trouver auprès de la Banque centrale. Si cette dernière élève les conditions de son crédit ou en restreint l'octroi, les banques sont obligées de compléter leurs réserves obligatoires avec de la monnaie fiduciaire ou du métal ; pour cela elles demandent le remboursement des avances qu'elles ont consenties à leurs clients ou vendent des titres ; de toute façon, il s'ensuit une restriction générale du volume du crédit. Lorsqu'au contraire la Banque centrale poursuit une politique de crédit facile, les banques n'hésitent pas à accroître leurs engagements, car elles sont certaines de trouver à l'Institut central le crédit nécessaire pour faire face à un découvert possible et pour compléter leurs ré-

servees légales. Dans ces conditions, la Banque centrale peut régler à son gré la quantité de crédit privé à la disposition du public.

Ainsi en modifiant à la fois la quantité de monnaie fiduciaire et la quantité de crédit, les Instituts d'émission peuvent combattre les fluctuations des prix. Toute élévation de ces derniers entraînant une restriction des moyens de paiement, toute baisse appelant une inflation générale. Les modifications de l'activité économique doivent être également combattues par les mêmes procédés; en période de dépression, l'économie doit être stimulée par des facilités de crédit et de circulation, en période de spéculation, elle doit être ralentie par une restriction monétaire. Niveau des prix et activité économique doivent être les guides solidaires de la politique monétaire d'un pays, inflation et déflation doivent en être les moyens.

Ce n'est ni le lieu ni le moment de discuter ici de l'opportunité et de l'efficacité de cette politique : elle vient seulement d'être définie ; il importe avant de porter sur elle un jugement, d'en étudier un exemple pratique.

CHAPITRE II

LA POLITIQUE MONETAIRE AMERICAINE

Les deux systèmes d'émission qui viennent d'être décrits constituent deux extrêmes et relèvent surtout du domaine de la théorie ; la politique monétaire actuelle des différentes nations révèle surtout, en effet, des systèmes intermédiaires. Toutes les banques d'émission prennent aujourd'hui en considération les situations économiques et financières ; il n'en est pas, d'autre part, qui fasse complètement abstraction des préoccupations métalliques ; il s'agit d'une question de mesure.

La politique monétaire des Etats-Unis reflète cette dualité et son étude de 1923 à 1932 présente un double intérêt ; les autorités des Banques de Réserve américaines ont réalisé pendant ces neuf années une expérience de monnaie dirigée que l'on désigne couramment par un euphémisme sous le nom de politique de contrôle du crédit ; son étude révèle le premier essai d'une technique nouvelle de l'émission basée sur des indices économiques et financiers.

Cependant, jusqu'à cette année, les mots dollar et or étaient considérés comme synonymes; les Etats-Unis ont renoncé l'hiver dernier à la convertibilité de leur monnaie; actuellement les devises rattachées à l'or sont en nombre restreint, mais cette situation semble provisoire et la plupart des nations qui ont dû abandonner l'étalon-or cherchent à stabiliser leur monnaie. Il importe de se demander si un retour général à l'or ne doit pas impliquer un abandon des principes de monnaie dirigée. A cet égard, l'expérience américaine de 1923 à 1932 qui a réalisé une tentative de monnaie dirigée tout en maintenant la parité de l'or et du dollar mérite une étude particulière.

Il semble que les forces doctrinales et politiques qui ont porté le Gouvernement américain à suspendre la convertibilité du dollar ont été celles qui déjà inspirèrent la gestion des Banques de Réserve pendant les dix années précédentes.

A ce point de vue, l'étude de cette dernière période, qui est seule entreprise ici, peut être considérée comme une préface aux événements actuels.

* * *

Le stock d'or monétaire qui se montait aux Etats-Unis aux environs de 1.900 millions de dollars avant la guerre, s'éleva à 2.700 millions de dollars en 1920 et 4.600 millions de dollars en 1927 et en 1931. Cet accroissement se fit en deux périodes : l'une marque le début

des hostilités et s'explique par les achats considérables des belligérants aux Etats-Unis, elle prend fin en 1918 avec l'entrée en guerre de ce pays. L'autre débute en 1921 et sauf de courtes exceptions se poursuit jusqu'en 1931, elle s'explique surtout par l'importation en Amérique des capitaux européens qui fuyaient les désordres monétaires consécutifs à la guerre.

Les premières importations d'or entraînèrent les conséquences économiques habituelles¹; les dépôts en banque s'accrurent et les prix s'élevèrent. A partir de 1921, lors du second afflux d'or, le Système de réserve se vit devant le dilemme suivant : laisser les importations d'or agir, les circulations métallique, fiduciaire et scripturale se développer et les prix s'élever, ou neutraliser par une politique appropriée le métal nouveau. Cette dernière solution prévalut. Désormais le niveau des réserves métalliques ne devait plus servir de guide à la politique monétaire américaine; mais, cependant l'or demeurait un facteur essentiel de cette politique.

Les importations d'or posaient d'abord le problème de leur neutralisation; l'or importé était, en effet, déposé dans les banques privées et pouvait servir de base à une extension des opérations de ces dernières; les Banques de Réserve durent donc imposer aux banques privées la limitation de leurs affaires.

D'autre part, le Conseil de Réserve fédérale ne se

1. *Les Banques de Réserve fédérale*, Burgess, traduit par P. Coste, p. 268.

faisait aucune illusion sur le caractère de ces importations et il estimait qu'elles étaient dues à des circonstances provisoires et qu'il importait de prévoir le retour du métal vers ses pays d'origine. Les événements ont prouvé récemment la sagesse de cette prudence.

Si l'or affluait aux Etats-Unis, il faisait défaut à l'Europe ; son accumulation sur le Nouveau Continent risquait d'y élever les prix malgré les mesures prises, et ses exportations de l'Ancien Continent y provoquaient la dépréciation et la chute de nombreuses devises. Dans ces conditions, l'économie américaine était doublement compromise par l'élévation de ses prix de revient d'abord puis par la réduction du pouvoir d'achat de ses clients européens. Aussi le Conseil de Réserve fédérale essaya-t-il d'arrêter les importations de l'or étranger et de favoriser les exportations de l'or national. Ces nécessités de la politique extérieure se trouvèrent souvent en contradiction avec les nécessités de la politique intérieure ; aussi le Conseil ne réussit-il pas dans sa tentative et les stocks métalliques continuèrent à s'accroître jusqu'à représenter la presque totalité de la circulation fiduciaire.

Dans ces conditions, il était impossible de régler l'émission des billets de banque et la production du crédit sur le niveau des réserves d'or et il importait de leur donner un guide nouveau. De nombreuses suggestions furent faites à cet égard ; il semble que les autorités monétaires aient surtout poursuivi une politique de stabilisation des prix et de l'activité économique en s'inspirant des indices des prix et de la production.



La règle de la proportion n'existant plus, un fort mouvement d'opinion a préconisé, après la guerre, aux Etats-Unis la stabilisation des prix et des affaires comme but de la politique monétaire ; ce mouvement a une double origine tant doctrinale que politique. Avant la guerre déjà les doctrines de stabilisation du dollar, celles des professeurs Fisher et Lehefeld notamment, étaient répandues dans le monde anglo-saxon ; après la guerre, leur connaissance fut généralisée en Amérique par l'enseignement des principales Universités. Elles gagnèrent bientôt le monde des affaires et une association se constitua, la « Stable Money Association » dont l'activité avait pour but de répandre les doctrines nouvelles pour les imposer aux dirigeants de la politique monétaire américaine. L'Association comprend à la fois des théoriciens, professeurs d'Economie Politique dans les Universités et des hommes d'affaire et banquiers réputés, des hommes politiques connus. La personnalité de ses membres lui permet de disposer d'une certaine influence ; son directeur a été entendu lors des discussions du Strong bill par les Commissions monétaires et bancaires du Congrès².

Grâce à son action, des Chambres de commerce, des syndicats de producteurs, des groupes de banquiers ont

2. *Stabilisation*, H.R., 7895, 69^e Congrès, 1^{re} session, p. 116, Washington Government Printing Office.

inscrit la question de la stabilisation à l'ordre du jour de leurs réunions. Mais ces doctrines ne sont pas restées seulement dans le domaine des idées, et à défaut d'une application générale et complète peut-on compter des expériences individuelles et fragmentaires; des entreprises privées tiennent compte des variations du pouvoir d'achat du dollar dans l'établissement de leurs prix de vente ou la fixation du salaire de leurs employés; on peut citer la Philadelphia Rapid Transit Co qui détermine le salaire de ses ouvriers en fonction de l'indice du coût de la vie et la Rand Kardex and Co qui remet à ses clients des bons d'achat stabilisés.

Quoi qu'il en soit, la Stable Money Association ne groupe qu'une élite et n'exerce pas une action suffisante sur le grand public; cependant ses efforts sont périodiquement appuyés par la majorité des électeurs; chaque fois qu'une baisse générale des prix diminue les bénéfices et les salaires, les producteurs agricoles ou industriels, les travailleurs et les commerçants interviennent énergiquement auprès de leurs représentants au Congrès afin qu'ils pressent les Pouvoirs Publics et les autorités monétaires de stabiliser le niveau des prix. La situation actuelle est une excellente illustration de cette collaboration de la doctrine et des nécessités politiques. En 1932, la Chambre des Représentants vota le Goldsborough bill qui ordonnait aux autorités monétaires d'exercer leur contrôle sur les crédits et la monnaie pour rétablir les prix au niveau de 1926. Plus récem-

ment, le Gouvernement américain pour obéir aux forces électorales qui l'avaient porté au pouvoir a tenté d'élever artificiellement les prix par une politique très ferme d'inflation ; mais il s'est appuyé sur les considérations doctrinales d'un groupe de théoriciens, le « trust des cerveaux ».

Avant ces réalisations sous la double influence des doctrines nouvelles et de l'opinion publique divers projets de loi avaient été présentés au Congrès afin qu'il enjoigne aux autorités monétaires de réaliser la stabilisation des prix. Les projets du Représentant James Strong³ donnèrent lieu à d'importantes discussions devant le Congrès et surtout devant les Commissions compétentes du Sénat et de la Chambre des Représentants⁴.

En 1926, et à nouveau en 1928, Mr James Strong présenta un projet de loi destiné à amender le Federal Reserve Act, Charte du système monétaire et bancaire américain ; la disposition principale de cet amendement avait pour but d'habiliter et de contraindre le Système de Réserve fédérale à poursuivre une politique de stabilisation des prix. Le Strong bill essuya à deux reprises un double échec, en ce sens qu'en 1926 comme en 1928, il fut combattu par les autorités monétaires et repoussé par les autorités politiques. A cette occasion, le Conseil

3. Il importe de ne pas confondre Mr James Strong, représentant du Kansas dont il s'agit ici, avec Mr Benjamin Strong qui fut gouverneur de la Banque de Réserve de New-York et l'un des fondateurs de la politique du Système.

4. *Stabilization, op. cit.*

de Réserve Fédérale et le Federal Advisory Council qui se partagent la direction des banques d'émission américaines s'élevèrent contre la possibilité et l'opportunité d'une politique de stabilisation. Dès 1923, le Conseil avait étudié la question et concluait dans son rapport annuel : « Aucun système de crédit ne peut entreprendre
« de régler le crédit en se basant sur les prix, sans faillir
« dans cette entreprise ; situation des prix et situation
« du crédit sont souvent mêlées ; mais les relations de
« l'une à l'autre sont trop complexes pour être satisfai-
« tes d'une formule si simple et si rigide. C'est l'avis du
« Conseil qu'il n'y a entre elles aucune relation de cause
« à effet ».

La position du Conseil n'avait pas changé lors de la discussion des projets Strong qui furent vigoureusement combattus devant les Commissions parlementaires par les membres du Conseil et les principaux fonctionnaires du Système ; le Gouverneur de la Banque de Réserve de New-York, notamment déclara qu'une tentative de stabilisation aboutirait à un échec préjudiciable à l'économie américaine et mondiale.

L'opposition nette et manifeste des autorités monétaires appelle quelques remarques qui révéleront sous un jour très différent leur opinion. Si le Conseil de Réserve Fédérale et les gouverneurs des Banques de Réserve n'ont pas accepté l'obligation de stabiliser les prix, il semble au moins qu'ils ont tenté de réaliser la chose de leur propre initiative.

Certains dirigeants du Système considéraient avec sympathie les doctrines nouvelles de stabilisation qui les attiraient par leur logique et leur idéal. D'autre part, les hauts fonctionnaires du Système sont dans une situation d'étroite dépendance vis-à-vis du Gouvernement dont dépend leur maintien et leur avancement, et ils ont dû maintes fois conformer leur politique aux vœux des Pouvoirs publics, c'est-à-dire de l'opinion électorale. Aussi semble-t-il possible d'affirmer que tant par conviction sincère que par désir d'obéir aux directives gouvernementales les autorités de la Réserve fédérale parmi lesquelles il faut compter le secrétaire du Trésor ⁵, eurent depuis 1923 et surtout dans les périodes de dépression, la volonté de stabiliser les prix et l'économie nationale. Un texte impératif les aurait contraint à suivre une politique trop rigide et trop étroite qui pouvait être néfaste dans certaines circonstances et dont tout échec aurait constitué vis-à-vis de la loi une faute. De plus, il aurait donné à la critique toujours aux aguets et souvent mal informée, un motif de s'exercer à la moindre variation de prix.

Animés de la volonté de stabiliser, les dirigeants du Système ont eu cependant conscience de la difficulté de la chose; ils préférèrent agir de leur propre initiative pour choisir les circonstances favorables et montrer plus de circonspection, dans ces conditions d'indépendance et

5. La loi Glass en 1932 a éliminé le Secrétaire du Trésor du Conseil de Réserve fédérale.

de discrétion, un échec ne devait être qu'une expérience dont ils tireraient les fruits et non une démonstration publique de leur incapacité ou de l'impossibilité de leur doctrine.

Il est possible de trouver un fondement à ces affirmations dans les rapports officiels sur l'activité du Système, dans les déclarations de ses fonctionnaires et dans l'opinion des auteurs qui ont étudié sa politique.

Mr Saphr dans son ouvrage *Stabilization* écrit : « Les
« déclarations du Conseil sur l'explication de sa politi-
« que sont peu explicites. Certains disent que ce silence
« cache une politique suivie et très marquée, d'autres
« prétendent qu'il dissimule une absence complète de
« principes généraux. On pense en général qu'il existe-
« rait un mécanisme de contrôle du crédit plus défini
« que le Conseil ne veut bien le reconnaître, que ses élé-
« ments sont sains en principe et que le Conseil les fait
« fonctionner »⁶.

La création d'une nouvelle technique du crédit et de l'émission semblait tellement évidente aux observateurs que le Bureau International du Travail et les banques européennes d'émission s'intéressèrent à la question.

Le Bureau international du Travail envoya à New-York en 1928 Mr Bellerby, spécialiste des relations entre le travail et la politique bancaire, car il estimait « que
« des progrès considérables avaient été faits récemment
« aux Etats-Unis dans le développement d'une politi-

6. Spahr, *Stabilization*, p. 119.

« que de crédit capable d'assurer une plus grande stabilité au commerce et aux prix »⁷. Mr Bellerby déclara « devant les Commissions parlementaires : « Je pense « qu'il y a eu ces quatre dernières années un progrès « remarquable de la technique du crédit et autant qu'on « peut l'observer d'après les faits actuels, les mouvements des prix et du commerce, cette nouvelle technique vous a conduit à la réalisation du principe de la « stabilisation »⁸.

D'autre part, une conférence eut lieu à Paris⁹ entre les représentants des banques d'émission européennes et Mr. Goldenweiser représentant officiel du Conseil de Réserve fédérale pour permettre à ce dernier d'exposer les principes de la nouvelle politique du crédit.

Les déclarations des dirigeants du système sont très nettes sur ce point. Mr Miller, membre du Conseil de Réserve fédérale, déclare devant la Commission bancaire et monétaire de la Chambre des Représentants¹⁰ : « Ces dernières années dans des circonstances d'abord « exceptionnelles puis plus normales, le Système de « Réserve fédérale a acquis une expérience et établi une « nouvelle technique de la direction d'un Système de « banque de réserve qui est appelé à rendre à l'Europe « aussi bien qu'à l'Amérique les plus grands services ».

Les documents publiés par les autorités de la Réserve

7. *Stabilization*, H.R., *op. cit.*, p. 935.

8. *Stabilization*, H.R., *op. cit.*, p. 940.

9. H.R., 11806, 70^e Congrès, 1^{re} session, p. 107.

10. H.R., 11806, 70^e Congrès, 1^{re} session, p. 107.

fédérale permettent de corroborer les déclarations précédentes, de trouver des traces de cette volonté de stabiliser et de définir les grandes lignes de la politique américaine de contrôle du crédit.

Le rapport du Conseil de Réserve fédérale pour l'année 1929 fait mention « de l'effort poursuivi par le Système de Réserve fédérale pour établir une technique du contrôle du crédit qui apportera au pays la stabilité des conditions du crédit et le maintien de la stabilité économique que l'on doit attendre d'une administration compétente des ressources du système »¹¹.

Les buts de la politique monétaire sont ainsi bien définis, ils constituent deux étapes successives : stabilisation des conditions du crédit d'abord, stabilisation de l'activité économique ensuite.

La stabilisation des conditions du crédit consiste à maintenir sur le marché monétaire l'équilibre entre l'offre de crédit et la demande. A chaque variation de la demande, c'est-à-dire de l'activité économique les autorités monétaires doivent répondre par une modification correspondante de l'offre, par une restriction ou une extension du crédit : le rapport du Conseil pour l'année 1923¹² affirme que : « La caractéristique du bon fonctionnement du système du crédit réside dans la promptitude et de degré avec lesquels le flot du crédit s'adapte au flot ordonné des marchandises dans l'indus-

11. *Annual report of the Federal Reserve Board*, 1929, p. 4.

12. *Annual report of the Federal Reserve Board*, 1923, p. 34.

« trie et le commerce » et plus loin que : « Le Conseil
« doit rechercher comme guide en premier lieu les infor-
« mations concernant l'état de l'industrie, du commerce
« et du crédit ».

A chaque variation saisonnière ou accidentelle de l'offre de crédit, les Banques de Réserve doivent modifier le total de la circulation fiduciaire ou scripturale pour neutraliser les effets de l'événement survenu. Mr Hamelin membre du Conseil de Réserve fédérale rappelle dans la déposition qu'il a faite devant la Commission monétaire du Sénat¹³ que le Conseil de Réserve fédérale a donné l'ordre aux Banques de Réserve d'acheter sur le marché des acceptations toute demande saisonnière qui pourrait s'élever et ne rencontrerait pas une contrepartie suffisante.

Les bulletins publiés par les différentes Banques de Réserve décrivent souvent les opérations qu'elles ont effectuées pour stabiliser les conditions du crédit. Le bulletin de la Banque de réserve de New-York décrit notamment comment, en 1927, la Banque a évité au marché monétaire les perturbations qu'y auraient apporté des mouvements de fonds importants du Trésor¹⁴. Cette préoccupation d'éviter au marché monétaire des variations brutales est antérieure à la création du Système de Réserve fédérale; avant la guerre, le Trésor venait fréquemment au secours du marché monétaire

13. Hearings S. Res. 71 part. 1, p. 166.

14. *Revue mensuelle de la Banque de Réserve de New-York*, avril 1927.

dans les périodes difficiles en avançant aux banques par divers procédés les fonds nécessaires.

Le problème de l'ajustement du crédit aux besoins n'est pas seulement d'ordre quantitatif, il est aussi d'ordre qualitatif ; les Banques de Réserve doivent contrôler l'emploi qui est fait du crédit créé, ce dernier doit être réservé à des emplois productifs « le Crédit mal utilisé donne naissance à de mauvais ajustements sans nécessité entre la production et la consommation ; il est, en outre, suivi de perturbations dans les prix ; c'est le problème des Banques de réserve de voir si les crédits accordés vont à des emplois productifs, c'est un contrôle qualitatif »¹⁵.

La plupart des banques d'émission se sont préoccupées d'éviter à leur pays les variations brusques des conditions du marché monétaire et de suivre l'usage du crédit créé par elles ; mais ce souci a revêtu aux États-Unis une importance particulière ; en effet, les moyens d'investigation et d'action ont été plus perfectionnés que partout ailleurs et la stabilisation des conditions du crédit n'a constitué qu'une étape vers la stabilisation de l'activité économique. Alors que la première exige des modifications postérieures des circulations fiduciaires et scripturales pour les adapter aux circonstances économiques, la seconde exige au contraire des manipulations antérieures de la monnaie pour diriger l'économie nationale.

15. *Annual report of the Federal Reserve Board, 1923.*

C'est le désir d'intervenir dans l'évolution économique naturelle du pays qui donne un intérêt particulier à l'étude de la politique monétaire américaine et la distingue nettement des politiques des autres Instituts d'émission. La politique monétaire actuelle des Etats-Unis montre sans ambiguïté combien les Américains ont la certitude qu'il est possible d'agir sur l'évolution économique d'un pays par des manipulations monétaires ; les diverses lois récentes ont pour but déclaré de remédier à la crise des affaires et utilisent comme moyen d'action l'inflation sous toutes ses formes. Cette même certitude semble avoir inspiré la politique monétaire des années précédentes.

Il apparaît en effet certain, que les Banques de Réserve fédérale ont tenté de combattre tout ralentissement des affaires par l'inflation des crédits et un développement trop rapide par une restriction générale des moyens de paiement. Le rapport du Conseil pour l'année 1923 ¹⁶ traduit l'opinion du Conseil à cet égard :

« Lorsque la production, le commerce et le travail
« sont d'un volume normal et que les ressources en cré-
« dit des banques commerciales du pays sont à peu près
« complètement utilisées et qu'il n'existe aucun signe
« soit de spéculation, soit de réaction, les taux des Ban-
« ques de réserve fédérale ne seront ni trop bas pour inci-
« ter à l'usage spéculatif du crédit, ni trop élevés pour

16. *Annual report of the Federal Reserve Board, 1923.*

« décourager son emploi vers la satisfaction des besoins
« légitimes et productifs des affaires ».

« Il semble clair que si les affaires se développent
« rapidement au risque de susciter un « boom », il ne
« faudra pas faciliter ce dernier par des conditions de
« crédit trop aisées. Dans de telles circonstances la créa-
« tion de crédits nouveaux par le réescompte aux Ban-
« ques de réserve sera découragée par l'augmentation
« du prix de ces crédits, c'est-à-dire par l'élévation du
« taux de l'escompte. Il semble également évident que si
« l'industrie et le commerce sont en voie de progrès après
« une période de dépression, il sera nécessaire de les
« appuyer et de les encourager par un crédit bon marché
« obtenu par l'abaissement des taux des Banques de
« réserve, abaissement qui incitera à l'usage du crédit
« pour faciliter la reprise des affaires ».

Ces lignes ont été écrites en 1923 ; la doctrine et la politique du Conseil semblent s'être affermies depuis cette époque et les déclarations suivantes sont plus catégoriques.

Mr Miller, membre du Conseil de réserve fédérale, déclare en 1931 ¹⁷ : « Nous avons eu comme une obses-
« sion de l'argent facile dans le Système, le sentiment
« qu'il crée un terrain favorable aux affaires ; qu'il
« peut arrêter leur ralentissement et transformer une
« dépression en reprise ».

D'autre part, le Dr Randolph Burgess haut fonction-

17. Hearings S. Res. 71 Part. 1.

naire de la Banque de réserve de New-York et commentateur officiel de la politique monétaire américaine résumait en ces termes devant l'American Acceptance Council en 1928 la position du Système à cet égard¹⁸ :

« Notre pays a prêté grande attention ces dernières années à la discussion des méthodes pouvant mettre fin aux changements cycliques des affaires. On a discuté tout récemment une proposition demandant au Gouvernement d'organiser un fonds de réserve qui serait employé à entreprendre des constructions neuves à des périodes où le cycle des affaires est à son point le plus bas. Le volume et le prix du crédit d'autre part, influent grandement sur l'évolution du cycle des affaires. En général, l'argent facile tend à stimuler les affaires et l'argent cher à les restreindre. Un programme de crédit qui procurerait de l'argent bon marché quand les affaires déclinent et élèverait le prix de l'argent quand le cycle tend vers son point culminant diminuerait certainement l'amplitude des variations et favoriserait le développement d'une prospérité plus ferme et plus solide. Les opérations de la Réserve fédérale sur le marché libre depuis 1922 se sont précisément conformées à ce principe. Il n'y a pas moyen de prouver avec précision les effets de ces opérations sur l'ensemble du crédit et des affaires, mais je crois qu'elles ont aidé à empêcher les reculs de devenir des

18. Cité par Mr Mireaux dans la *Revue Politique et Parlementaire* du 10 avril 1929.

« dépressions et les périodes de prospérité à dégénérer
« en boom ».

* * *

La réalisation de cette politique exige la connaissance parfaite du mouvement économique : il est nécessaire pour ajuster le volume du crédit aux besoins des affaires de suivre exactement l'évolution de ces dernières, mais pour diriger cette évolution, il faut en plus prévoir le futur.

Le rapport du Conseil de réserve fédérale pour 1923, déjà souvent cité dit : « Qu'une politique de crédit doit
« être basée sur une large variété de faits économiques
« qui, réunis ensemble, jettent de la lumière sur les varia-
« tions qui prennent place dans la situation des affaires
« et leur relation avec les tendances courantes de la
« banque et du crédit ».

A cet effet, le Système dispose d'une organisation très perfectionnée et très active. Chaque Banque de Réserve a créé un service qui réunit les renseignements concernant l'activité tant économique que financière de son district. Le Service de la Banque de réserve de New-York est particulièrement important, ses informations s'étendent à toutes les branches de l'activité humaine dans tous les pays du globe. Enfin, le Conseil de Réserve fédérale possède un bureau de statistiques et de recherches qui groupe tous les renseignements reçus. Les particu-

liers ont été invités ou contraints à collaborer à ces services par l'envoi de renseignements concernant leur profession ; c'est ainsi que la plupart des banques doivent communiquer les chiffres de leurs opérations.

L'organisation centrale dresse d'abord des statistiques qui reproduisent les chiffres fournis ; mais, afin d'en rendre la lecture plus aisée et de faciliter les comparaisons nécessaires, elle réduit les unités différentes de poids, de valeur, de distance à un dénominateur commun généralement l'indice 100 qui représente la valeur ou la distance ou le poids considéré pendant une année déterminée ; elle obtient ainsi des indices dont la lecture est particulièrement frappante pour un observateur. Elle donne des indications précieuses sur l'évolution présente des phénomènes étudiés en calculant les variations des chiffres de l'année ou du mois par rapport à l'année ou au mois précédent, elle obtient ainsi des taux d'accroissement ou de diminution, elle dresse ensuite des courbes spéciales des variations de ces taux ; après avoir étudié un phénomène en lui-même grâce aux statistiques, l'avoir comparé, les observateurs en considérant les courbes des taux peuvent mesurer la force de sa tendance actuelle.

Il serait trop long de donner l'énumération complète des matières qui donnent lieu à l'établissement de courbes et de statistiques par les services du Système ; il importe seulement de savoir que ces derniers étendent leur activité à toutes les branches de la finance et de

l'économie et que dans chacune de ces branches les recherches sont poussées aussi loin que possible. Le fonctionnement du Système de réserve, l'évolution du marché financier, la production des marchandises, la fourniture de l'énergie, les transports, le montant des salaires sont particulièrement étudiés.

Non seulement le commerce de gros mais aussi le commerce de détail donne lieu à l'établissement de statistiques, indices et taux ; la comparaison de leur activité réciproque permet de recueillir de nouvelles indications.

Certaines statistiques ont acquis une importance considérable ; dans le domaine financier, celles du montant des dépôts en banque et du crédit de réserve en circulation, dans le domaine économique celles de la production, de l'énergie électrique et du nombre des wagons chargés donnent aujourd'hui des indications très sûres. Certaines statistiques qui semblaient au premier abord ne présenter qu'un intérêt secondaire se sont révélées par la suite comme particulièrement utiles ; ainsi, par exemple, les observateurs de l'évolution économique attachent-ils une importance particulière aux variations relatives des statistiques de vente de l'habillement et de l'alimentation.

Parmi la multitude des courbes dressées, des observateurs attentifs ont repéré des « points remarquables » ils ont noté en superposant des courbes diverses que les mouvements des unes correspondaient à des mouve-

ments similaires, proportionnels ou opposés des autres, après un délai variable. En poussant chaque jour davantage leur travail, ils ont remarqué que lorsque certaines courbes se croisaient, « faisaient les ciseaux » telles autres commençaient à croître ou à décroître. Une expérience vieille de dix ans mais beaucoup trop courte encore a permis de dégager avec un certain degré de certitude des concordances et des relations entre les mouvements de ces courbes.

Les autorités monétaires disposent ainsi d'une documentation remarquable sur la situation présente de l'économie nationale, sur ses besoins et d'une expérience qui leur permet de prévoir dans une certaine mesure l'avenir.

A ces moyens d'information nouveaux devaient correspondre des moyens d'action plus puissants. La manœuvre du taux de l'escompte dont le jeu consiste plus à suivre les variations économiques qu'à les commander aurait été insuffisante pour exercer une action stabilisatrice du crédit et des affaires.

Dans le développement de leur technique nouvelle, les Banques de réserve recoururent à des procédés nouveaux ; pour se rendre maîtresse de la situation elles pratiquèrent des opérations sur le marché et intervinrent dans la gestion des banques privées. Les prochains chapitres seront consacrés à l'étude du mécanisme de ces moyens d'action, ancien ou nouveaux ; mais il apparaît nécessaire auparavant de rappeler brièvement l'organisation bancaire et monétaire des Etats-Unis.

CHAPITRE III

L'ORGANISATION MONETAIRE ET BANCAIRE DES ETATS-UNIS

Les Etats-Unis ont longtemps vécu sous le régime du bimétallisme, mais depuis l'acte du 14 mars 1900 l'or demeure le seul étalon monétaire; le dollar est ainsi défini¹ : « Le dollar, étalon de valeur, consiste en un poids d'or de 25 grains et 8/10 de grain au titre de 9/10 ».

La circulation métallique est effective aux Etats-Unis où existent des pièces d'or de 20, 10, 5 et 2 1/2 dollars; on estimait que l'or en circulation à la fin de 1932 s'élevait aux environs de 450 millions de dollars. La nécessité d'une monnaie d'appoint et une dernière survivance du bimétallisme expliquent l'existence d'une certaine circulation de pièces d'argent. Mais seul, l'or constitue la base de la monnaie fiduciaire et de la monnaie scripturale.

1. *Revised Statutes of the United States* section 3511.

Le trait dominant des habitudes financières américaines a toujours été la prépondérance des règlements par chèques sur les règlements en espèces, c'est-à-dire de la circulation scripturale sur la circulation fiduciaire ; cette circonstance exige une organisation bancaire très sûre pour garantir la sécurité des dépôts et un système d'émission très souple pour aider les banques dans les périodes inévitables de tension. Aucune de ces conditions n'était réalisée avant le vote du Federal Reserve Act qui constitue depuis 1914 la charte monétaire et bancaire des Etats-Unis ; cependant certains traits de l'organisation antérieure ont subsisté dans le système actuel ; aussi importe-t-il de jeter un rapide regard sur la période qui a précédé la guerre.

Il existait aux Etats-Unis 30.000 banques réparties sur tout le territoire et dont la réglementation était assurée par des lois différentes. Certaines banques dites nationales se plaçaient sous la législation fédérale, les autres sous la législation des différents Etats qui constituaient l'Union. Toutes ces banques étaient indépendantes et isolées, elles n'avaient pas de succursales, leur capital en général était minime. De plus aucun organisme central ne venait coordonner leur activité ni leur porter secours en périodes de difficultés. Il existait certes des chambres de compensation mais dont l'action demeurait limitée à une ville ou une région et dont le rôle se bornait à la compensation des chèques. Les banques et leurs clients ne pouvaient compter que sur le capital

et les réserves pour se tirer d'affaires en cas de crise.

Le réescompte, en effet, ne se pratiquait pas entre banques, les rares établissements qui devaient y avoir recours étaient discrédités. Dans ces conditions, les lois tant fédérales que d'Etat exigeaient que les banques gardassent des réserves proportionnelles à leurs opérations, mais ces réserves étaient inutiles par le fait même qu'elles devaient demeurer liquides, elles ne pouvaient en effet, être utilisées en période de tension et de difficultés.

La mobilisation des actifs bancaires était d'autre part impossible par l'absence d'élasticité de la circulation fiduciaire.

Le principe de la liberté de l'émission avait longtemps prédominé aux Etats-Unis ; depuis 1862, l'émission des billets de banque était en fait réservée aux banques nationales², mais elle avait une double limite ; elle ne devait d'abord pas dépasser le montant du capital effectivement versé de chacune des banques émettrices, elle n'était autorisée qu'en contre-partie du dépôt au Trésor de certaines obligations des Etats-Unis. Le montant de la circulation ne pouvait donc pas s'accroître avec le développement des affaires, aussi les crises financières étaient-elles particulièrement nombreuses et graves.

La crise qui éclata en 1907 prit de telles proportions et sa liquidation fut si difficile que l'opinion publique réclama des mesures pour éviter le retour de semblables

2. Le National Bank Act de 1864 frappait l'émission des banques, dites d'Etat, d'une taxe prohibitrice de 10 %.

événements. Une commission fut créée pour rechercher les modifications à apporter au système monétaire et bancaire ; elle se livra à une vaste enquête dans tous les pays du monde sur le fonctionnement des Instituts d'émission, ses travaux aboutirent à un projet qui devint après de nombreuses vicissitudes le Federal Reserve Act.

La création d'une banque d'émission analogue aux établissements européens se heurtait aux Etats-Unis à des difficultés particulières. Une partie de l'opinion avait compris qu'il était nécessaire de centraliser les réserves métalliques, éparses dans une multitude de banques pour établir un système d'émission à la fois sûr et souple. Mais beaucoup d'Américains redoutaient la création de ce qu'ils appelaient « le trust de l'argent » et, d'autre part, les autorités d'Etat restaient attachées à une certaine décentralisation financière, base de leur indépendance politique. La création du Système de Réserve fédérale le 23 décembre 1913 adoptait une solution intermédiaire ; elle maintenait la situation antérieure et lui superposait une organisation nouvelle capable de coordination.

Le Federal Reserve Act qui a institué le Système de Réserve fédérale a divisé le territoire de l'Union en 12 districts³ et constitué au chef-lieu de chacun d'eux, une Banque de Réserve fédérale dont les fonctions sont

3. Boston, New-York, Philadelphie, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, Saint-Louis, Minnéapolis, Kansas City. Dallas et San Francisco.

à peu près celles d'une Banque d'émission européenne ; de plus, il a établi à Washington un organisme central, le Conseil de Réserve fédérale qui coordonne la gestion des Banques de Réserve tout en laissant une certaine autonomie à leurs administrateurs locaux ⁴.

Les Banques de Réserve sont des établissements de crédit dont le caractère est à la fois privé et public. Leur capital doit être supérieur à 4 millions et à moitié libéré, il est souscrit par les banques du district ; cette souscription est en fait obligatoire pour les banques nationales et facultative pour les autres ; pour éliminer les petites banques et celles d'un crédit douteux qui constitueraient une gêne et une menace pour l'avenir du Système, les demandes de souscription ne sont acceptées que si le capital de l'établissement demandeur est supérieur à 25.000 dollars et si sa situation a été reconnue saine après une enquête spéciale. Les Banques admises que l'on désignera dorénavant sous le nom de banques affiliées doivent souscrire au capital de la Banque de Réserve jusqu'à concurrence de 6 % de leur propre capital augmenté de leurs réserves. Le capital des Banques de Réserve est donc variable, car à chaque changement dans le montant de leur propre capital ou de leurs réserves les banques affiliées doivent modifier leur

4. La crise actuelle a amené les Pouvoirs publics à modifier le fonctionnement du Système. Il n'a pas été toujours tenu compte de ces modifications dans l'exposé qui suit ; certaines de ces mesures n'ont qu'un caractère provisoire ; de nouvelles modifications doivent intervenir. Il serait prématuré de juger les dispositions nouvelles ; de plus, elles n'intéressent pas cet exposé qui tente de relater des faits antérieurs.

participation ; de plus une banque non affiliée peut toujours demander son admission et une banque affiliée se retirer.

Les Banques de Réserve sont dirigées par un Conseil d'Administration de 9 membres, dont trois sont nommés par le Conseil de Réserve fédérale et six sont élus par les banques affiliées ; les administrateurs nommés ne doivent pas être banquiers, c'est parmi eux que doit être choisi le Président ; les Administrateurs élus doivent être commerçants, industriels ou agriculteurs ; ces règles assurent au sein du Conseil d'administration une large représentation des intérêts du district. Le Conseil administre la Banque, nomme les employés, détermine la politique à suivre, les achats et placements à faire, le taux de l'escompte sous la surveillance cependant du Conseil de Réserve fédérale.

Les Banques Réserve ont à peu près les mêmes fonctions que les banques d'émission européennes, elles émettent des billets de banque et dirigent la circulation, elles créent du crédit et en contrôlent l'usage, enfin elles assurent les opérations du Trésor.

Elles émettent des billets qui constituent l'élément le plus important de la circulation fiduciaire, mais elles doivent partager avec le Trésor et les banques nationales le privilège d'émission.

* * *

Les monnaies fiduciaires en circulation émises par le Trésor sont :

Les certificats d'or ou d'argent.

Les billets du Trésor.

Les billets des Etats-Unis.

Les certificats sont, en réalité, des reçus certifiant le dépôt au Trésor de pièces ou de lingots d'or et transférant au porteur le droit à leur remboursement ; ils sont donc gagés dollar pour dollar par le métal ; leur émission est en fait sans limite. La loi ne leur a pas donné un pouvoir libératoire illimité, mais ils en bénéficient indirectement puisqu'ils sont à tout moment échangeables contre du métal ; ils ne constituent pas à proprement parler une monnaie fiduciaire puisqu'ils transmettent la propriété de l'or.

Les certificats d'argent représentent des dépôts de pièces d'argent américaines de 1 dollar au Trésor ; leur émission est limitée par la frappe des dollars d'argent, elle constitue une monnaie fiduciaire dans la mesure où la valeur métallique des pièces d'argent est inférieure à leur valeur nominale.

Les billets du Trésor ont été émis de 1890 à 1893 pour payer les achats de lingots d'argent prescrits par le Sherman Act au Secrétaire du Trésor. Depuis 1898, le Trésor cherche à les retirer de la circulation, il n'en reste actuellement qu'un montant minime. Leur garantie est la même que celle des billets des Etats-Unis.

Les billets des Etats-Unis ont été émis pendant et après la guerre civile pour payer les fournitures de l'armée et rembourser les emprunts. Leur montant est au-

jourd'hui invariable et s'élève aux environs de 350 millions de dollars ; ils sont depuis 1900 convertibles en or au Trésor qui doit garder à cet effet une réserve métallique de 150 millions.

Le Federal Reserve Act a maintenu l'organisation financière antérieure et par conséquent a laissé subsister les facultés d'émission des banques nationales.

L'émission est autorisée contre le dépôt au Trésor d'obligations déterminées : l'émission a été jusqu'en 1932 limitée par le fait qu'il n'existait qu'un nombre fixe de ces obligations. Le Federal Home Loan Bank Act de juillet 1932 a étendu le nombre des obligations susceptibles d'être acceptées en garantie. L'émission d'autre part est limitée par le montant du capital versé des banques émettrices. Cette dernière limite depuis l'extension des facultés de garantie demeure la seule effective.

Les billets des banques nationales sont garantis par les obligations déposées au Trésor et par l'actif des établissements émetteurs. D'autre part, une somme égale à 5 % du montant de leur circulation est déposée au Trésor pour faire face aux demandes de remboursement.

Cette circulation qui constituait autrefois la totalité de la monnaie fiduciaire est dénuée de toute élasticité. Le montant des certificats d'or et d'argent est lié aux variations des stocks métalliques. Celui des billets des Etats-Unis et du Trésor ne peut changer puisque l'émission ne dispose d'aucune garantie variable, celui des banques nationales est étroitement limité par le capital des banques.

Depuis 1913, le Système de Réserve fédérale a donné à la circulation fiduciaire la souplesse qui lui faisait défaut par l'émission des billets des banques de Réserve fédérale (Federal Reserve Bank notes) et celle des billets de Réserve fédérale (Federal Reserve Notes).

Les premiers sont émis par les Banques de Réserve dans les conditions dans lesquelles les banques nationales émettent leurs billets, toutefois le capital des Banques de Réserve ne constitue pas une limite à l'émission. Leur montant est insignifiant.

Les seconds représentent à la fois l'élément important et l'élément élastique de la circulation fiduciaire.

Les Banques de réserve peuvent obtenir du Conseil de Réserve fédérale des billets de banque qu'elles destinent à la circulation. Pour obtenir ces billets, elles doivent adresser une demande à l'Agent de Réserve fédérale qui est attaché à leur établissement et justifier de la garantie exigée.

Cette garantie se compose de deux parties : l'une doit être en or et représenter 40 % des billets effectivement mis en circulation, elle demeure dans les Caisses de la Banque : l'autre doit représenter le surplus soit 60 % des billets ; cette dernière partie de la garantie, ou garantie collatérale, peut consister en or, certificats d'or, ou en papier commercial⁵, elle est remise à l'Agent de

5. Depuis le Glass Streagall Bill ou Bill de l'inflation de février 1932 les obligations des Etats-Unis peuvent être acceptées comme garantie collatérale ; mais la loi n'a donné à cette disposition qu'un caractère provisoire.

Réserve fédérale. Le papier commercial est accepté s'il remplit les trois conditions suivantes : être endossé par une banque affiliée, avoir pour cause une opération industrielle commerciale ou agricole, être à moins de 90 jours d'échéance. Il faut noter toutefois que les Banques de Réserve peuvent escompter du papier représentant des transactions agricoles à échéance de 9 mois.

L'élasticité de la circulation est ainsi réalisée ; les possibilités d'émission pour un même stock d'or augmentent ou diminuent avec le volume du papier commercial existant. Les billets créés pénètrent dans la circulation par l'intermédiaire des banques affiliées et par le marché libre.

Les banques affiliées font escompter leur papier commercial ou demandent des avances aux Banques de Réserve ; le crédit qu'elles obtiennent est inscrit à leur compte-courant au fur et à mesure de leurs besoins, elles retirent sous forme de billets les disponibilités qu'elles possèdent à ce compte.

D'autre part les Banques de Réserve, par leurs achats de titres sur le marché libre, répandent directement leurs billets dans le public. Ces billets sont remboursables en or au Trésor ou dans l'une quelconque des Banques de Réserve. Pour permettre au Secrétaire du Trésor d'opérer ces remboursements et d'effectuer les compensations nécessaires entre les douze Banques de Réserve, ces dernières doivent maintenir une réserve métallique supérieure à 5 % de l'émission, en dépôt à la Trésorerie des Etats-Unis.

Les règles de la couverture peuvent pour de courtes périodes être modifiées par le Conseil de Réserve fédérale; lorsque dans ces conditions, le montant de la garantie métallique descend en dessous de 40 %, une pénalité frappe l'émission supplémentaire.

Toutes les monnaies fiduciaires doivent avoir la même valeur nominale, le Secrétaire du Trésor est spécialement chargé de maintenir ce principe : sa tâche est d'ailleurs facilitée par la garantie directe ou indirecte du Gouvernement dont jouissent toutes les catégories de billets.

Le tableau suivant donne l'importance des diverses monnaies fiduciaires aux Etats-Unis au 30 septembre 1932⁶.

En millions de dollars

NATURE	Montant total	Retenu par le Trésor	Retenu par les Banques de réserve	En circulation dans le Public les Banques
Certificats d'or	1.356		712	644
Certificats d'argent	489		130	359
Billets du Trésor	1,2		—	1,2
Billets des Etats-Unis	347	3	58	286
Billets des Banques fédérales de réserve	2,7		—	2,7
Billets de Réserve fédérale	2.984	6	247	2.731
Billets des Banques Nationales	832	17	30	785

Le Système exerce aussi une influence considérable sur la circulation scripturale.

6. Circulation Statement of U.S. Money, reproduit dans le supplément au *Bulletin Quotidien* du 13 mars 1933.

Les Banques de Réserve sont des établissements de crédit, elles utilisent leurs ressources, capital et dépôts, en achats de titres et en avances aux banques affiliées, elles doivent conserver en réserve 35 % du montant des dépôts qu'elles reçoivent.

Seules les banques affiliées peuvent bénéficier du crédit de réserve fédérale. Pour obtenir ce crédit, elles font escompter par les Banques de Réserve le papier commercial qu'elles possèdent ou demandent des avances directes garanties par des obligations des Etats-Unis.

En échange de ces avantages elles doivent déposer aux Banques de Réserve, des réserves proportionnelles à leurs dépôts. Toutes les lois qui aux Etats-Unis ont réglementé les banques ont imposé à ces établissements la constitution et le maintien de réserves liquides importantes; cette obligation, qui est sanctionnée à la fois par la législation des Etats et la législation fédérale, a été rendue nécessaire par la multiplicité des banques, plus de 30.000 en 1913, par leur isolement et par la modicité habituelle de leur capital. Le Fédéral Réserve Act n'a pas manqué à cette tradition, il oblige les banques affiliées à constituer des réserves proportionnelles aux dépôts qu'elles reçoivent. La proportion des réserves est variable suivant la nature des dépôts et le siège des banques affiliées; les dépôts à terme exigent une réserve uniforme de 3 %; la loi considère comme dépôts à terme ceux dont le remboursement demande un préavis supérieur à 30 jours; les autres sont considérés comme dépôts

à vue, ils exigent des réserves variant entre 7 et 13 %, suivant l'importance de la ville dans laquelle se trouve la banque affiliée considérée. Les dépôts interbanques et les dépôts du Trésor ne nécessitent pas la constitution de réserves.

Ces réserves doivent être déposées aux Banques de Réserve, où elles sont matérialisées par des inscriptions au crédit des comptes des banques affiliées ; ces dernières pour constituer leurs réserves peuvent, soit déposer des fonds, soit recourir au crédit des Banques de Réserve.

Dans le premier cas les banques affiliées remettent de l'or, des billets ayant cours légal ou des chèques. Au lieu d'être éparpillées dans les caisses de 7.000 banques et de demeurer inutiles, les réserves bancaires sont centralisées dans les douze Instituts d'émission et constituent la base de nouveaux crédits ; ces réserves sont, en effet, considérées par les Banques de Réserve comme des dépôts qu'elles doivent utiliser. Elles conservent 35 % de leur montant comme nouvelle réserve légale, avec le surplus elles ouvrent des crédits aux banques affiliées ; il existe ainsi une coopération entre les banques, les réserves des unes permettant aux autres de traverser les périodes difficiles.

Pour constituer leurs réserves les banques affiliées peuvent demander aux Banques de Réserve des avances garanties par du papier commercial ou certains titres. Si elles obtiennent le crédit désiré, elles peuvent maintenir le chiffre de leurs opérations, si non, elles doivent

demander le remboursement des avances qu'elles ont accordées, vendre leurs titres, c'est-à-dire diminuer le montant du crédit en circulation. En accordant leur crédit aux banques affiliées, avec plus ou moins de libéralité, les Banques de Réserve peuvent donc accroître ou restreindre le volume du crédit privé. Le mécanisme des réserves est le rouage essentiel de la technique américaine du contrôle du crédit.

La collaboration étroite qui existe entre le Trésor et le Système renforce l'action des Banques de Réserve sur le crédit. Les Banques de Réserve sont, en effet, les banquiers de l'Etat. Le Trésor y conserve ses disponibilités et leur fait effectuer ses opérations de règlements de recouvrements et de transferts. Les opérations importantes du Trésor sont faites de manière à ne pas troubler l'équilibre du marché monétaire ; les émissions sont réalisées lorsque les disponibilités sont abondantes et les remboursements lorsque le marché est au contraire tendu.

Les Banques de Réserve utilisent l'influence qu'elles possèdent sur la circulation tant fiduciaire que scripturale en vue d'assurer la prospérité et l'aisance monétaire dans leur district. A cet égard, leur indépendance n'est pas complète et elles demeurent sous l'autorité du Conseil de Réserve Fédérale.

Le Conseil de Réserve Fédérale est composé de 8 membres⁷, dont six sont nommés par le Président des Etats-

7. Une loi récente a éliminé du Conseil le Secrétaire du Trésor.

Unis après avis du Sénat et dont les deux autres sont de droit le Secrétaire du Trésor et le Contrôleur de la circulation.

C'est par l'intermédiaire du Conseil que les Pouvoirs publics exercent une grande autorité sur le Système ; les membres du Conseil sont soumis au chef du Pouvoir exécutif par le mode même de leur nomination ; de plus l'influence du Contrôleur de la circulation et du Secrétaire du Trésor est importante au sein du Conseil, ils représentent, en effet, à la fois le Gouvernement puissance publique et le Trésor le plus important des déposants.

Il serait possible de citer maintes décisions du Conseil inspirées par des considérations plus politiques que techniques.

L'autorité du Conseil sur les Banques de Réserve assure la transmission de la pression politique jusqu'aux organismes d'exécution. Depuis le début du Système, le rôle du Conseil de Réserve fédérale a été croissant, l'indépendance des Banques de Réserve est aujourd'hui très réduite, la centralisation du système est effectivement assurée. Dans ces conditions, le Conseil de Réserve fédérale dispose d'un pouvoir considérable et, plus grand que l'acte de 1913 ne lui avait accordé.

Ce corps qui siège à Washington exerce un contrôle général sur les opérations du Système. Il établit des règlements pour interpréter et compléter le Federal Reserve Act et ses amendements, il fixe aussi les méthodes et les

principes qui doivent guider les dirigeants des Banques de réserve dans l'exécution des ordres qu'ils reçoivent.

Il approuve les changements de taux des Banques de Réserve; il possède à cet égard un véritable droit de veto, les décisions des Conseils d'administration des Banques de réserve ne peuvent être exécutées qu'après son approbation; cependant, il ne peut prendre l'initiative d'une telle mesure.

Il possède un corps d'Inspecteurs qui visitent les Banques de Réserve, étudient leur comptabilité et surveillent l'exécution de ses ordres. La sanction de son pouvoir consiste dans un droit de suspension et de renvoi de tous les fonctionnaires du Système.

Le Conseil de Réserve fédérale n'est pas le seul organe de centralisation du Système, le Federal Advisory Council, la Conférence des opérations sur le marché libre et la Réunion des gouverneurs assurent également la coordination des opérations du Système.

Le Federal Advisory Council est une assemblée composée de 12 membres envoyés par chacune des Banques de Réserve. Il n'a aucun pouvoir de décision, mais émet des avis; il doit être consulté sur toutes les questions importantes de politique bancaire et monétaire.

La Réunion des gouverneurs et présidents est réunie une fois par an pour étudier la solution des questions de pratique bancaire. En réalité, elle se réunit actuellement plus souvent, aussi souvent que la Conférence de la politique du marché libre qui, depuis le 25 mars 1930,

a la même composition ; sous cette dernière forme les gouverneurs sont chargés d'étudier chaque fois que le besoin s'en fait sentir la politique d'achats et de ventes de titres par les Banques de Réserve sur le marché libre, d'en assurer la coordination soit par des recommandations adressées aux banques, soit par la réalisation d'opérations au nom du Conseil de Réserve fédérale. La Conférence n'a pas de réunions régulières, elle siège lorsque le besoin s'en fait sentir ; dans l'intervalle de ses réunions, elle appointe un comité de 5 membres qui veille à l'exécution de ses ordres et décisions.

Dans ces conditions l'indépendance des Banques de Réserve est réduite à des questions d'organisation locale, elles ne sont plus maîtresses ni de leurs opérations d'achats et de ventes de titres, ni de leur politique de l'escompte ; les considérations locales doivent s'effacer devant les considérations fédérales, c'est-à-dire souvent devant les besoins du marché monétaire international de New-York.

Cette centralisation était d'ailleurs nécessaire dans la tentative de contrôle du crédit que les prochains chapitres vont tenter de décrire.

CHAPITRE IV

LE CONTROLE DE LA CIRCULATION METALLIQUE ET FIDUCIAIRE

La réalisation d'une politique de monnaie dirigée demande des procédés d'action très différents suivant la nature de la circulation. Le contrôle des autorités monétaires doit se porter davantage sur le métal, les billets de banques ou les dépôts suivant l'importance respective de ces divers éléments.

Lorsque la circulation fiduciaire est la plus importante, le contrôle de l'émission suffit à assurer la maîtrise du marché monétaire et il est possible de négliger la circulation scripturale. C'est le cas de la France où le billet de banque joue un rôle prépondérant et où la question du contrôle du crédit ne se pose pas dans les circonstances actuelles.

Mais lorsque les dépôts en banque jouent un rôle plus important, il n'est pas possible d'exercer une action sur le marché monétaire par le seul contrôle du crédit, il

faut y joindre le contrôle de la circulation tant fiduciaire que métallique.

Aux Etats-Unis 90 % des règlements sont effectués par chèque, la circulation des dépôts tient donc une place prépondérante, cependant il demeure indispensable pour réaliser une politique de monnaie dirigée d'exercer une action sur le métal et les billets ; non seulement, en effet, ces derniers sont utilisés dans une fraction des transactions mais ils constituent surtout la base de tout l'édifice du crédit.

L'or circule peu sous forme de pièces aux Etats-Unis ; il est, en général, remplacé par des certificats de dépôt qui en sont en réalité l'équivalent. L'argent circule, mais il ne joue qu'un rôle très effacé et ne constitue qu'une survivance du bimétallisme

Le rôle de l'or est surtout important lorsqu'il sert de garantie dans le développement de la monnaie tant fiduciaire que scripturale. Les mouvements de l'or, entrées, sorties, production, atteignent en général le stock des banques privées, soit que leurs clients déposent le métal qu'ils ont acheté aux Etats-Unis ou à l'Etranger, soit qu'ils retirent celui qu'ils veulent exporter. Les banques privées utilisent l'or comme réserve pour développer leurs affaires ; les banques non affiliées le conservent comme garantie légale imposée par la loi de l'Etat qui les régit, les banques affiliées le déposent aux Banques de Réserve. Les importations d'or permettent donc à toutes les banques de développer directement leur crédit ; les exportations les contraignent à le restreindre.

Comme les banques ordinaires, les Banques de Réserve fédérale utilisent l'or comme garantie de leur émission et de leur crédit : les billets de Réserve fédérale doivent être couverts par 40 % d'or et le crédit des Banques de Réserve par 35 % ; les importations d'or augmentent les possibilités des Banques de Réserve, les exportations les diminuent.

Le rôle de l'or est surtout important lorsqu'il sert de base aux opérations des Banques de Réserve ; il permet une première expansion monétaire par l'émission des billets et la création des crédits de réserve fédérale, puis par l'intermédiaire de ces billets et de ces crédits il permet une nouvelle expansion : celle des dépôts bancaires.

Les billets de Réserve fédérale et les Crédits de Réserve fédérale peuvent, en effet, servir de réserves légales aux Banques affiliées au même titre que l'or. Le dépôt de dollars-billets par une banque affiliée permet à cette dernière de créer des dollars-dépôts pour un montant de beaucoup supérieur. L'or qui gageait la circulation des billets va gager après le retrait de ces billets le dépôt de la banque affiliée et indirectement les dollars-dépôts qu'elle va créer. Par suite d'opérations de crédit successives chaque dollar-or arrive à gager un montant très élevé de dollars-billets et de dollars-dépôts. Lorsqu'une banque affiliée reçoit d'un de ses clients 100 dollars-or, elle peut les déposer à sa Banque de Réserve et accepter

pour environ 1400 dollars de dépôts en moyenne¹. 35 dollars-or sont immobilisés à la Banque de Réserve en contre-partie du dépôt de la banque affiliée, et 65 dollars-or demeurent libres et permettent l'émission d'environ 160 dollars-billets.

Ces 160 dollars-billets mis en circulation lorsqu'ils sont déposés dans une banque affiliée permettent à cette dernière en les constituant en réserve légale d'accepter 2.200 dollars-dépôts.

Ainsi 100 dollars-or permettent de créer 3.600 dollars-dépôts et 1 dollar-or 36 dollars-dépôts.

La vitesse de circulation des dépôts en banque a été estimée à 30 changements de propriétaires par an ; ainsi 1 dollar-or permet de créer 36 dollars-dépôts et assure en un an le règlement de transactions jusqu'à concurrence de 1080 dollars. Mais c'est là une situation limite qui, en fait, n'est jamais atteinte ; une partie de l'or importé ou produit demeure dans la circulation effective ou est utilisé par l'industrie ; les Banques de Réserve gardent toujours une marge importante de crédits et de possibilités d'émission ; une partie seulement des billets émis sert de réserves aux banques affiliées, les autres restent dans la circulation effective ; enfin les banques privées ne tendent pas leur situation au point où la proportion entre leurs disponibilités et leurs engagements atteint la proportion des réserves légales aux dépôts.

1. En supposant que le taux moyen des réserves légales soit de 7 % pour les banques affiliées. Cette moyenne est, en général, à peu près exacte. Elle est cependant actuellement un peu supérieure.

Cependant, au 30 septembre 1932, les montants respectifs de l'or, des billets et des dépôts étaient les suivants² :

(en millions de dollars)		
Or	Garantie des certificats	1.356
	Garanties diverses.....	259
	Aux banques de réserve	2.133
	En circulation	445
Total du stock d'or		4.193
Billets	Billets de réserve	2.984
	Certificats d'or	1.356
		4.340
Dépôts	Dépôts bancaires	41.500

Toute modification du stock d'or entraîne des modifications immédiates et plus importantes de la circulation fiduciaire et de la circulation scripturale. De même toute modification de l'émission des billets de Réserve fédérale entraîne une modification plus importante de la circulation des crédits. Les variations du stock d'or et du volume de l'émission constituent donc des moyens d'action particulièrement efficaces sur le marché monétaire parce qu'elles agissent à la manière de leviers ; une restriction du stock d'or ou de l'émission provoque une restriction parallèle mais plusieurs fois supérieure du volume des crédits, par contre une augmentation du stock d'or ou de l'émission provoque une augmentation parallèle mais plus importante du volume des crédits.

2. *Circulation Statement of U.S. Money.*

Le lien qui unit circulation et crédit connaît d'ailleurs des actions réciproques et les variations du crédit entraînent des variations dans les circulations fiduciaires et métalliques.

Une augmentation des dépôts et du crédit entraîne une demande accrue de billets de banque. Lorsqu'une banque accepte un dépôt nouveau ou accorde un crédit, elle constitue un compte-courant supplémentaire. Le bénéficiaire de ce compte utilisera les disponibilités qu'il y possède en tirant des chèques et en retirant des billets ou du métal. Au fur et à mesure qu'elles ouvrent de nouveaux comptes ou que les anciens augmentent les banques ont des besoins croissants de disponibilités et se retournent davantage vers les Banques d'émission. Les Banques de Réserve doivent accroître et leurs crédits et leurs émissions ; en effet, chaque billet de réserve demandé par le public est retiré par une banque affiliée à une Banque de Réserve³.

Le développement du crédit met donc en jeu le stock métallique des Banques de Réserve.

Inversement une restriction du crédit privé diminue les retraits de billets aux banques affiliées et donne naissance à un mouvement de remboursement des crédits accordés par les Banques de Réserve.

Ainsi les circulations métalliques, fiduciaires et scripturales sont étroitement liées, toute variation de l'une

3. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, p. 27, 1923.

entraîne des variations correspondantes des autres; pour réaliser une politique de contrôle des moyens de paiement, il est indispensable de tenir compte de ces réactions et de les utiliser; c'est pourquoi une telle politique doit impliquer trois ordres de procédés qui correspondent aux trois étapes successives de la formation de la monnaie; les procédés de contrôle du stock d'or ou procédés primaires, les procédés de contrôle de l'émission ou procédés secondaires, les procédés de contrôle du crédit ou procédés tertiaires. Les deux premiers font l'objet du présent chapitre, les autres feront celui des suivants.

* * *

Le Système de Réserve Fédérale a tenté à la fois de contrôler les mouvements de l'or et d'annihiler les effets de ces mouvements.

Les principaux facteurs des variations du stock d'or sont d'une part les importations et les exportations, d'autre part la production et les usages industriels.

On a souvent considéré aux Etats-Unis que la production de l'or monétaire était à peu près indépendante des besoins de la circulation; il existe cependant un certain automatisme entre les besoins d'or et la production; lorsque les prix baissent, ce qui traduit en général un besoin de monnaie, c'est-à-dire d'or, la valeur du métal s'accroît, le travail des mines devient plus rémunérateur et la production s'accroît; lorsqu'au con-

traire il y a excès de métal, les prix s'élèvent, la valeur du métal diminue et la production tend à décroître puisque les bénéfices qu'elle réalise diminuent. Le contrôle des mines d'or a été souvent préconisé pour réaliser la stabilisation des prix. La production aurait été stimulée ou freinée artificiellement d'après les instructions d'un comité d'experts, dont la tâche aurait été de maintenir les stocks d'or monétaires du monde au niveau exigé par les besoins. Une telle politique exige une entente internationale et il n'a jamais été proposé aux Etats-Unis de stabiliser les prix américains par une surveillance de la production de l'or. Par contre, les autorités monétaires américaines ont tenté de contrôler les mouvements de l'or produit ; d'ailleurs les importations et les exportations du métal ont été les principaux facteurs des variations du stock d'or monétaire.

Le problème s'est d'abord et surtout posé aux Etats-Unis sous la forme de la restriction des importations. Ce pays a dû subir deux vagues d'importations : l'une de 1914 à 1917, l'autre de 1920 à 1927. De 1922 à 1928, le stock d'or s'est accru, malgré certaines périodes où les exportations étaient importantes, de 850 millions de dollars. Pour décourager ce fort mouvement, les autorités monétaires eurent recours à deux sortes de procédés.

Elles abaissèrent d'abord les taux sur le marché monétaire de New-York afin de provoquer une exportation de capitaux et donc d'or vers les centres où le loyer de

l'argent était plus élevé. En 1924 et en 1927 le taux de l'escompte de la Banque de Réserve de New-York fut maintenu à 3 %, plus bas que les circonstances intérieures ne l'auraient exigé, afin de décourager les importations d'or. Cette politique a remporté un certain succès et, à deux reprises, les importations d'or ont diminué ; la plupart des auteurs qui ont étudié la question ont attribué ce revirement à la baisse du taux de l'escompte.

En 1931 et 1932, lors des exportations d'or, la politique inverse n'a pas été suivie et le taux de l'escompte n'a pas été élevé ; les circonstances intérieures ne permettaient pas de prendre une telle mesure, d'autre part il restait encore une marge importante d'or libre et les facultés d'émission avaient été augmentées.

Pour maintenir à l'étranger l'or qui affluait vers les Etats-Unis, les autorités monétaires américaines ont pratiqué une politique très libérale d'octrois de crédits à l'étranger ; les banques ont été invitées à accorder des crédits à bon compte et à longue échéance aux pays, clients des Etats-Unis et dont la balance des comptes était déficitaire, afin d'éviter que les règlements nécessaires ne donnassent lieu à des transferts de métal ; l'Allemagne fut la principale bénéficiaire de ces avances. Par ce procédé, le règlement des déficits commerciaux était, non pas effectué, mais simplement reporté. Cette politique n'a donc pu donner que des résultats provisoires. Mr. Miller ⁴ déclarait devant la Commission de ban-

4. H.R. 11.806, *op. cit.* Déposition de Mr Miller,

que du Sénat : « Vous pouvez aussi bien parler de creuser
« un trou dans l'eau que parler de réorganiser le niveau
« de l'or dans les différents pays... la meilleure preuve
« qu'on ne peut redistribuer l'or, c'est que celui qui a été
« exporté en 1927 est déjà de retour ».

Il a été dit que le désir de favoriser la restauration des monnaies européennes avait été un des buts de la politique américaine du crédit. C'est cette préoccupation qui avait inspiré le contrôle des mouvements de l'or. Pour réaliser la stabilité du marché intérieur les autorités monétaires américaines ont préféré agir sur les effets de ces mouvements ; elles ont ainsi été amenées à pratiquer une politique de stérilisation de l'or. Cette politique implique la mise en œuvre des procédés secondaires qui tendent à rendre l'émission de la monnaie fiduciaire indépendante du stock métallique.

La monnaie fiduciaire comprend les billets du Trésor et des États-Unis, les certificats d'or et d'argent, les billets des Banques Nationales et les billets de Réserve Fédérale.

Les billets du Trésor et des États-Unis, les certificats d'argent ont un montant à peu près invariable, les billets des banques nationales étaient jusqu'à ces derniers mois dépourvus de toute élasticité. Par contre, les certificats d'or et les billets de Réserve fédérale possèdent une certaine souplesse et doivent en théorie varier avec le stock métallique.

Les certificats d'or sont gagés, dollar pour dollar par

de l'or, ils immobilisent donc un stock égal à leur émission ; les billets de Réserve n'immobilisent qu'un stock d'or égal à 40 % de leur émission. En émettant des certificats d'or ou des billets, le Conseil de Réserve fédérale peut donc immobiliser un stock d'or plus ou moins grand tout en maintenant la circulation fiduciaire au même niveau. Lorsqu'il estime que les réserves d'or des Banques de Réserve fédérale sont trop importantes et qu'elles constituent un danger d'inflation, il ordonne aux Banques de Réserve de remplacer au fur et à mesure de leurs rentrées les billets de Réserve par des certificats d'or ; il immobilise ainsi l'or en excès. Le montant de l'émission dans ces conditions ne dépend plus de l'importance du stock métallique.

Cette politique a de plus un autre avantage, elle permet de constituer des réserves d'or.

En effet, lorsque par suite d'exportations les réserves métalliques des Banques d'émission risquent de devenir insuffisantes, le Conseil de Réserve retire de la circulation les certificats d'or et les remplace par des billets de Réserve ; chaque fois qu'un certificat d'or de 2 dollars est retiré de la circulation, 2 dollars d'or sont libérés et permettent d'émettre 5 dollars de billets de Réserve.

Ce jeu d'échange des billets se fait très rapidement parce que la vitesse de circulation de la monnaie fiduciaire est très rapide aux Etats-Unis, chaque billet passe environ deux fois par an à l'Institut d'émission.

Cette politique a été pratiquée avec succès à deux re-

prises en 1923-24 pour neutraliser des importations d'or, en 1931 pour neutraliser des exportations.

En 1923 et 1924 des certificats d'or ont été émis pour faire face aux demandes de la circulation, alors que le stock d'or augmentait. De 386 millions, le 31 juillet 1923, ils passèrent à 801 millions le 31 juillet 1924.

En 1931, à la suite de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne un sentiment de méfiance provoqua aux Etats-Unis d'importantes exportations de métal qui risquaient de resserrer dangereusement le marché monétaire. Pour annihiler les effets de l'exportation de l'or, les Banques de Réserve retirèrent les certificats d'or de la circulation et é mirent des billets de Réserve fédérale.

Au 1^{er} octobre 1931 le montant des certificats en circulation s'élevait à 1.040 millions de dollars, il tombait à 872 millions au 31 décembre, soit une diminution de 168 millions en 3 mois. Par contre, la circulation des billets de réserve fédérale passait de 2.079 millions à 2.600 millions, soit une augmentation supérieure à 500 millions.

Non seulement le Conseil de Réserve fédérale est parvenu à neutraliser les effets des mouvements du métal sur l'émission fiduciaire, mais il a réussi aussi à neutraliser leurs effets sur la circulation métallique effective. La plupart des variations du stock d'or monétaire donnent lieu à des variations compensatrices inverses de l'émission.

L'or importé est, en général, déposé dans une banque

privée et est alors utilisé partie en monnaie par la frappe, partie en réserves ; les importations de métal accroissent donc la circulation effective et les possibilités de crédit ; pour stabiliser le marché monétaire et lui éviter ces variations le Système a, lors des importations d'or, diminué le volume des billets de Réserve en circulation d'un montant égal à la valeur de l'or importé.

Pour éviter au contraire que des exportations ne viennent réduire le montant total de la circulation et les capacités de crédit des banques privées, les dirigeants du Système ont accru la circulation des billets d'un montant égal au métal exporté. Pour faire pénétrer les billets dans la circulation, ou les en retirer, le Conseil de Réserve a eu recours aux opérations sur le marché libre ; en achetant des titres il augmentait les disponibilités en circulation d'un montant égal au prix d'achat ; en vendant des titres il diminuait du prix de vente la circulation.

Les Banques de Réserve ont eu recours également à un dernier procédé pour annihiler les effets des mouvements de l'or. Ceux-ci influaient sur la capacité des banques privées, l'importation du métal accroissait leurs possibilités, les exportations les diminuaient. Pour neutraliser ces variations, les Banques de Réserve ont accordé leur crédit aux banques affiliées avec plus ou moins de libéralité.

Lors des importations considérables d'or en 1921, les Banques de Réserve ont exigé que les banques affiliées

remboursent leurs emprunts, une partie de l'or importé fut utilisée à cette fin.

Lors des exportations d'or en 1931, les Banques de Réserve accordèrent au contraire très libéralement leur crédit. La technique de ces opérations sur le marché libre et des variations du crédit de réserve fera l'objet des chapitres suivants : elle implique, en effet, les procédés tertiaires de contrôle du marché monétaire.

CHAPITRE V

LE TAUX DE L'ESCOMPTE

L'escompte est l'opération par laquelle un banquier avance à son client une somme représentée par une traite commerciale ; le banquier peut à son tour obtenir de la banque d'émission l'escompte de la traite. Cet escompte ou plutôt ce réescompte constitue l'opération fondamentale des banques d'émission. Grâce à lui, les billets de banque pénètrent dans la circulation, les réserves d'or sont utilisées et la circulation fiduciaire s'adapte aux besoins du commerce et de l'industrie. Le taux de l'escompte est le prix que la Banque d'émission demande pour le service rendu ; en variant ce taux, il est généralement admis qu'elle peut modifier le volume de l'escompte et régler par là la circulation fiduciaire.

Aux Etats-Unis le rôle de l'escompte est différent, il est à la fois plus et moins important. Il est moins important parce que le volume de l'escompte est, toutes

proportions gardées, moins grand que dans la plupart des autres pays, la France, par exemple. Une tradition tenace s'oppose au développement du réescompte ; elle date de l'époque antérieure à la création du Système de Réserve, alors que l'escompte de banque à banque était considéré comme l'indice d'une situation faible. De plus, l'escompte par les Banques de Réserve est considéré comme un privilège auquel ont seules droit les banques affiliées ; près des deux tiers des banques américaines ne recourent donc pas au réescompte à l'Institut d'émission. Le rôle de l'escompte est aussi moins important aux Etats-Unis parce que le stock d'or est utilisé directement pour soutenir l'édifice considérable du crédit privé, le recours à l'escompte et l'émission des billets n'est pas nécessaire pour permettre aux banques privées de développer leurs affaires, elles peuvent recourir aux avances directes des Banques de Réserve.

L'escompte cependant demeure la base d'une fraction importante des crédits privés ; et c'est à cet égard qu'il est possible de dire que son rôle est plus important qu'en Europe : les banques affiliées peuvent constituer une partie de leurs réserves légales avec le produit de l'escompte de leur papier commercial : en modifiant le volume du réescompte des banques affiliées, les Banques de Réserve possèdent un procédé d'action sur le volume des crédits.

L'escompte des banques de réserve est donc un élément capital du marché monétaire américain parce qu'il

agit à la fois sur l'émission des billets et la création des crédits. Pour contrôler le marché monétaire, il importe donc de pouvoir modifier le volume de l'escompte.

Dans ce but deux procédés peuvent être utilisés ; les variations générales et les variations particulières du taux de l'escompte. Le second procédé consiste à éliminer de l'escompte par des taux plus élevés, certaines catégories de papier que les Instituts d'émission considèrent à certaines époques comme indésirables ; pendant les périodes d'abondance monétaire un taux plus élevé est appliqué aux papiers dont l'origine commerciale est douteuse et dont l'escompte augmenterait la circulation monétaire sans un accroissement correspondant de l'activité productrice. Les Banques de Réserve n'ont guère pratiqué cette différenciation et le taux de l'escompte a toujours été unique.

Il importe de noter une tentative faite par les Banques de Réserve en vertu d'une loi d'avril 1920, dont le but était de réduire automatiquement l'escompte au fur et à mesure de l'expansion des crédits ; les Banques de Réserve avaient la faculté d'élever progressivement le taux appliqué à une banque affiliée lorsque ses demandes d'escompte dépassaient une limite donnée ; cette limite était constituée par un rapport entre le total de ses opérations et le montant du papier réescompté par elle. Les Banques de Réserve n'utilisèrent que fort peu cette faculté et son application fragmentaire ne donna que des résultats médiocres ; la loi fut abrogée en 1923 et les

variations générales du taux de l'escompte demeurèrent les seuls moyens d'action utilisés par les autorités monétaires pour contrôler le volume du réescompte et par suite du crédit.

Le gouverneur Harrison de la Banque de Réserve de New-York déclarait devant la sous commission monétaire et bancaire du Sénat, spécialement chargée à la suite d'une résolution du Sénat d'une enquête sur le fonctionnement du Système bancaire. « Si le volume du « crédit montre une expansion trop rapide, si la communauté emprunte trop d'argent et si le crédit dépasse la « croissance saisonnière normale, je crois qu'il est du « devoir du Système de Réserve Fédérale de contrôler « cette expansion et de le faire d'après les consignes de « la loi, c'est-à-dire en se servant du frein du taux du « réescompte »¹.

Pour contrôler la circulation et les crédits, l'Acte de Réserve fédérale ne prévoyait, en effet, pas d'autres moyens que les variations du taux ; les opérations sur le marché libre, la tutelle des banques qui sont actuellement utilisées n'ont pas été sous cette forme prévues par l'Acte et sont nées de la pratique. L'Acte estimait que les variations du taux de l'escompte possédaient une efficacité suffisante.

1. Hearings before a subcommittee of the committee on banking and currency United States Senate, 71 st Congress, 3 rd session pursuant to S. Res. 71, Washington, Government Printing Office, n° 34.718, t. I, p. 70.

Les banques utilisent leurs ressources à faire des placements personnels, de l'escompte, des avances, des prêts; elles conservent une marge de disponibilités en caisse et à leur compte de compensation pour pouvoir faire face aux retraits en espèces et par chèques; leur intérêt est de maintenir cette marge dans des limites très étroites, elles doivent, en effet, faire face à toute demande et utiliser d'autre part la plus grande partie possible de leurs ressources. Lorsque dans ces conditions des événements inattendus viennent augmenter les retraits des déposants, les banques doivent accroître rapidement leurs disponibilités; elles peuvent vendre leurs titres, rappeler leurs prêts, obtenir des avances ou faire escompter leur papier; cette dernière solution est, en général, la plus rapide et la moins coûteuse. Les banques affiliées sont d'autant plus disposées à accorder libéralement des crédits et des avances qu'elles sont certaines de trouver à bon compte et rapidement des facilités de réescompte aux Banques de Réserve. Ainsi, un taux de réescompte réduit permet aux banques affiliées d'escompter plus de papier, d'accorder plus d'ouvertures de crédit; il apporte l'aisance monétaire et la réduction des taux de l'argent sur le marché libre; les émissions d'obligations sont plus faciles et moins onéreuses; le commerce, l'agriculture et l'industrie sont stimulés. Au contraire un taux de réescompte élevé restreint l'expansion des crédits et freine l'activité économique.

Le choix du taux de l'escompte a donc une importance

considérable, le Conseil de Réserve fédérale en est en fait responsable. Théoriquement les Conseils d'Administration des Banques de Réserve fixent le taux de l'escompte, mais leur décision doit être approuvée par le Conseil de Réserve. Il ne s'agit pas d'une homologation de pure forme, le Conseil a souvent refusé son approbation à des changements qu'il estimait inopportuns et contraires à sa politique. Cette réserve précise ce qu'il faut entendre par politique du taux de l'escompte des Banques de Réserve.

Le taux de l'escompte doit être tel qu'il n'encourage aucun emprunt superflu et ne détourne pas des emprunts nécessaires, qu'il évite à la fois inflation et déflation ; ces deux formules reviennent constamment dans le texte de l'Acte et dans les commentaires officiels de la politique du Système, mais elles ne sauraient constituer des guides précis.

Un questionnaire a été adressé à toutes les Banques de Réserve leur demandant des renseignements sur leur activité et leur politique : une compilation de leurs réponses a été établie et publiée².

Les principaux motifs de hausse du taux de l'escompte ont été dans l'ordre d'après ce document :

- 1° Hausse des taux du marché libre ;
- 2° Déclin des réserves d'or ;
- 3° Déclin dans les dépôts et expansion dans les prêts des banques affiliées ;

2. H.R. S. Res. 71, *op. cit.*, t. VI, Questionnaire, n° 8, p. 748.

4° Hausse du taux de l'escompte des autres districts ;

5° Augmentation des emprunts des banques affiliées ;

6° Augmentation des prêts sur titres plus rapide que celle des prêts commerciaux ;

7° Tendances spéculatrice ;

8° Absence de liquidation saisonnière des crédits ;

9° Mauvaise utilisation du crédit de Réserve fédérale ;

10° Augmentation plus rapide du crédit que des transactions ;

11° Indiscipline des banques affiliées qui accroissent le volume de leur réescompte au lieu de vendre des titres et de rappeler des prêts ;

12° Utilisation du crédit local en prêts spéculatifs ;

13° Taux plus élevés sur les grands marchés financiers.

Les motifs de baisse du taux de l'escompte ont été :

1° Diminution du réescompte ;

2° Diminution des taux dans les autres districts ;

3° La possibilité pour les grandes banques d'emprunter ailleurs ;

4° Pour accorder la politique d'escompte avec celle des opérations sur le marché libre ;

5° Pour suivre les taux du marché de l'argent ;

6° Déclin des affaires, du travail et des prix ;

7° Liquidation du crédit ;

- 8° Enlever les obstacles à la reprise des affaires ;
- 9° Eviter les importations d'or et alléger la tension des marchés internationaux de l'argent ;
- 10° Encourager l'usage du crédit ;
- 11° Stimuler un accroissement du crédit nécessaire aux besoins de la Nation ;
- 12° Obéir au Conseil de Réserve Fédérale.

Cette double énumération est particulièrement intéressante parce qu'elle émane des auteurs responsables de la politique américaine de l'escompte et qu'elle permet par suite de comprendre à la fois l'ampleur de cette politique et une partie de son mécanisme.

Il apparaît ainsi que deux tendances contradictoires d'ailleurs, l'une passive, l'autre active, ont dominé la politique d'escompte du Système ; d'une part les Banques de Réserve ont cherché à adapter le taux de l'escompte aux circonstances du marché monétaire, d'autre part elles ont tenté de modifier le cours des événements économiques et financiers par les variations de leur taux.

Il y a sur un marché monétaire divers taux qui correspondent à des opérations différentes, prêts à vue, escompte du papier commercial, achats d'acceptations, souscription aux émissions industrielles, etc... ; ces taux ont généralement un ordre constant et des variations parallèles³ ; en effet, les divers compartiments du marché

3. *Les Banques de Réserve fédérale. Burgess.*

qui correspondent aux diverses opérations ne sont pas isolés les uns des autres et les circonstances qui abaissent ou élèvent le taux de l'un d'eux s'étendent en général aux autres ; si le compartiment des acceptations par exemple, est privé par un événement quelconque d'une partie de ses disponibilités, son taux s'élève, mais le bénéfice que cette élévation procure attire les capitaux des compartiments voisins dont les taux s'élèvent aussi. Sur le marché de New-York les principaux taux sont par ordre, le taux de l'argent à vue, celui du papier commercial, celui du réescompte aux Banques de Réserve et celui des acceptations bancaires ; ils sont, en général, séparés par des différences variant de $1/4$ à 1 %. Au 30 décembre 1930 ils présentaient le tableau typique suivant :

Argent à vue	3 1/2 %
Papier commercial	2 3/4 %
Escompte des Banques de	
Réserve	2 %
Acceptations	1 7/8 %

L'examen des courbes dressées d'après les statistiques montre que jamais le taux de l'escompte n'a été inférieur au taux des acceptations et que jamais sauf une légère et rapide exception, il n'a été supérieur au taux du papier commercial, ses variations ont toujours été limitées par celles des deux autres. Il est possible d'expliquer ce fait en disant soit que le taux de l'escompte a une influence prépondérante sur les autres, soit que la

politique des Banques de Réserve a consisté à adapter leur taux aux circonstances.

A l'appui de cette dernière hypothèse l'on peut remarquer que les variations du taux de l'escompte ont été en général postérieures aux variations des autres taux, et l'on peut citer l'énumération des motifs qui a été reproduite ci-dessus ⁴. Parmi les motifs de hausse on trouve en effet (n° 1) la hausse des autres taux et (n° 13) l'élévation des taux sur les grands marchés financiers ; parmi les motifs de baisse (n° 5) le désir d'ajuster le taux aux taux du marché de l'argent et (n° 3) la possibilité pour les grandes banques d'emprunter ailleurs.

Plusieurs raisons peuvent expliquer cette attitude des Banques de Réserve. L'expérience d'abord a prouvé que ce niveau du taux était le plus favorable au commerce qu'il n'encourageait pas la spéculation et qu'il ne freinait pas l'expansion économique. De plus, cette échelle des taux est logique, car elle correspond à la graduation des risques, la valeur du papier présenté au réescompte est intermédiaire entre celle du papier présenté à l'escompte et celle des acceptations, l'effet déjà escompté porte une signature de plus que le premier et une de moins que les secondes.

On a souvent demandé que le taux du réescompte soit supérieur à celui de l'escompte, car dans le cas inverse le cas du système américain, les banques réalisent un bénéfice par le seul fait du réescompte ; ce bénéfice est

4. Voir énumération des motifs de hausse et de baisse, p. 82.

d'autant plus grand que le volume de leur escompte et de leur réescompte consécutif est plus grand. Une telle situation constitue une menace permanente d'inflation. A l'appui de cette proposition l'exemple de Londres est cité ; le taux de la Banque d'Angleterre est, en effet, supérieur à celui du marché. Cependant l'organisation des places de New-York et de Londres est très différente et des considérations particulières ont décidé les Banques de Réserve à maintenir le taux officiel inférieur au taux du marché. La tradition bancaire américaine d'abord s'oppose au développement du réescompte et de plus la différence entre les deux taux qui ne dépasse jamais 1 % est trop petite pour constituer une marge réelle de bénéfices ; la banque de commerce doit, en effet couvrir ses frais de gestion et assurer le risque d'insolvabilité de ses clients.

Entre ces limites imposées au taux de l'escompte par l'expérience ou des considérations logiques, il y avait cependant place pour des variations d'une certaine amplitude. Au mois d'octobre 1932 par exemple, le taux des acceptations était de 2 1/2 % et celui du papier commercial de 4 1/2 % ; une marge de variations de 2 % était donc à la disposition des Banques de Réserve pour la fixation du taux de l'escompte.

Certains des dirigeants du Système estiment d'ailleurs que cette marge n'est qu'apparente ; si, en effet, on admet que le taux de l'escompte est efficace, il doit avoir une in-

fluence sur les autres taux du marché ; il devient alors évident que toutes ses variations doivent entraîner des variations correspondantes du taux commercial et du taux des acceptations, et reculer par suite les limites imposées par la prudence et la raison à la politique des Banques de Réserve. Si, par exemple, le taux du papier commercial est de $3\frac{1}{2}\%$ et celui de l'escompte de $2\frac{1}{2}\%$, les Banques de Réserve peuvent élever ce dernier à 3% , mais cette élévation doit provoquer une hausse du taux commercial sur le marché et le porter à 4% ; ce résultat obtenu, les Banques de Réserve disposent d'une nouvelle marge d'augmentation et peuvent l'utiliser pour porter leur taux à $3\frac{1}{2}\%$. Après un certain délai, lorsque cette nouvelle hausse a produit son effet et élevé les autres taux, les Banques de Réserve disposent à nouveau d'une marge d'augmentation. Il en est de même à la baisse et les diminutions du taux de l'escompte provoquent des abaissements successifs de la limite. Ainsi les autorités monétaires ne sont limitées dans leur action qu'en apparence, elles sont libres de faire subir au taux de l'escompte de larges variations, elles doivent seulement agir progressivement.

C'est en respectant ces règles que l'expérience et la prudence avaient établies que les Banques de Réserve ont fait varier le taux de l'escompte pour réaliser les deux buts habituels de leur politique, la stabilisation des conditions du marché et celle du mouvement économique.

Pour stabiliser le marché monétaire elles ont cherché d'abord à mieux répartir les capitaux soit à l'intérieur des Etats-Unis comme l'indiquent les motifs de hausse, n° 4 : hausse du taux de l'escompte dans les autres et districts n° 13 : taux plus élevés dans les centres financiers ; soit dans le monde comme l'indique le motif de baisse n° 9 : éviter les importations d'or et alléger la tension des marchés internationaux de l'argent. Puis elles ont voulu ajuster le crédit aux besoins comme l'indiquent les motifs de hausse n° 5 : augmentation des prêts des banques affiliées, n° 8 : absence de liquidation saisonnière des crédits, et n° 10 : augmentation plus rapide du volume du crédit que de celui des affaires, et les motifs de baisse n° 1 : diminution du réescompte et n° 11 : pour stimuler un accroissement de crédit nécessaire aux besoins de la nation.

De même elles ont voulu empêcher le crédit de Réserve d'être détourné d'emplois productifs, motifs de hausse, n° 6, 9 et 11.

La réalisation de la stabilité économique les ont amenées à élever le taux de l'escompte pour enrayer les poussées spéculatives (motif n° 7 de hausse) et à l'abaisser pour arrêter le déclin des affaires du travail et des prix (n° 6) pour faciliter l'usage du crédit (n° 10) et pour détruire les obstacles à la reprise des affaires (n° 8).

Mais il semble que ces visées soient très audacieuses ; en effet, aux Etats-Unis diverses circonstances s'oppo-

sent à l'efficacité des variations du taux de l'escompte.

Le taux de l'escompte est, en général, trop bas et ses fluctuations trop petites pour que la politique d'escompte des Banques de Réserve exerce une action sur la gestion des banques affiliées et sur le volume du crédit de Réserve.

Aux Etats-Unis, la tradition bancaire s'oppose à un recours constant au réescompte⁵; les banques affiliées ne font pas escompter leur papier pour réaliser un bénéfice, elles le font seulement pour obtenir la marge de disponibilités qui leur manque provisoirement; elles ne portent au réescompte qu'une faible partie de leur papier; une augmentation du taux de 1/2 ou de 1 % ne constitue donc pas une pénalité suffisante pour les détourner du recours aux crédits des Banques de Réserve; elle ne les oblige pas à demander à leurs clients un taux plus élevé pour compenser leur perte; si d'ailleurs la dépense supplémentaire que représente pour une banque affiliée l'élévation de 1/2 % du taux de l'escompte, était répartie sur l'ensemble des opérations de la banque, elle apparaîtrait tellement minime qu'il serait difficile de la chiffrer. D'autre part, une banque n'escompte son papier que si elle a besoin de disponibilités, une opération d'escompte au taux le plus bas possible constitue pour elle une dépense supplémentaire; elle n'acceptera la charge que si elle y est contrainte par la nécessité.

La Banque de Réserve de New-York déclarait dans sa

5. S. Res. 71, *op. cit.*, t. VI, questionnaire, n° 8, p. 748.

réponse à l'enquête sénatoriale sur le fonctionnement du Système bancaire, d'accord avec la majorité des autres Banques de Réserve que : « Les banques commerciales
« empruntaient pour leurs nécessités et que le volume
« des prêts ne diminuait pas lorsque le taux de l'escompte
« montait, que le montant des prêts dépendait plus de
« la demande d'argent, des mouvements de l'or, des modifications du porte-feuille des Banques de Réserve que
« des fluctuations du taux de l'escompte »⁶.

Ainsi la tradition bancaire américaine qui s'oppose au développement de l'escompte, qui en maintient le taux très bas et n'autorise que des fluctuations légères de ce dernier, concourt dans une large mesure à l'inefficacité de la politique de l'escompte.

Le réescompte ne représente pour les banques affiliées qu'une charge minime, aussi ces dernières ne cherchent pas à limiter l'octroi de leurs crédits lorsque le taux du réescompte s'élève ; elles ne maintiennent pas un parallélisme rigoureux entre le taux qu'elles appliquent à leurs clients, le taux commercial, et celui des Banques de Réserve, le taux officiel. Le taux commercial est dans une assez large mesure indépendant du taux officiel, il dépend surtout de la situation du marché, de l'abondance ou de la restriction monétaire, de l'activité ou de la stagnation du marché ; il suit donc étroitement les fluctuations du taux de l'argent à vue.

Les Banques de Réserve pour exercer une action sur le

6. S. Res. 71, *op. cit.*, t. VI, questionnaire, n° 8, p. 748.

volume des crédits et imposer leur taux doivent compter avec l'importance du marché monétaire. La lutte d'influence entre l'argent à vue et le réescompte des Banques de Réserve marque l'avantage du premier.

Les Banques de Réserve ne disposent, en effet, que du dixième à peine des ressources bancaires de tout le pays ; de plus leur action ne peut s'exercer que par l'intermédiaire du tiers seulement des banques américaines. Dans ces conditions, leur taux peut difficilement s'imposer au marché ; si ce taux était supérieur aux taux du marché libre, les banques affiliées demanderaient à ce dernier les disponibilités dont elles ont besoin, et cesseraient de faire escompter leur papier aux Banques de Réserve. Comme les ressources du marché libre sont en général considérables et que le volume habituel du réescompte est réduit, la demande nouvelle de disponibilités des banques affiliées ne serait pas suffisante pour élever les taux du marché libre à un point qui permettrait d'affirmer que le taux officiel influence le taux commercial. De même, les ressources du Système ne seraient pas suffisantes, dans l'hypothèse théorique d'un taux officiel inférieur à son niveau habituel, pour imposer une baisse générale des taux au marché monétaire.

Dans un pays où le principal réservoir de crédit est l'Institut d'émission, le taux de l'escompte peut exercer une action effective sur le marché monétaire, mais dans un pays où il existe des disponibilités abondantes en dehors de l'action des autorités monétaires, les fluctua-

tions du taux de l'escompte risquent de n'entraîner aucune réaction. Il semble que ce soit le cas du marché monétaire américain qui reçoit l'excédent des crédits créés par des milliers de banques, et subit l'afflux constant de l'or et des capitaux étrangers. A New-York le taux dominant est celui de l'argent à vue, il exerce une influence prépondérante sur tous les compartiments du marché. La réponse de la Banque de Réserve de Chicago à l'enquête sénatoriale sur la politique du Système bancaire insistait sur ce point : « C'est l'influence la plus puissante que nous ayons dans ce pays pour agir sur les « taux de l'argent, et c'est cela qui a empêché le Système « de Réserve Fédérale de contrôler le marché ». Il semble donc que le volume du crédit privé échappe dans une certaine mesure au contrôle du taux officiel et qu'il soit soumis assez étroitement au taux de l'argent à vue.

Mais si le taux de l'escompte n'exerce pas une action mécanique et automatique sur le marché monétaire américain, du moins son action psychologique est certaine tant sur le développement du crédit, que sur celui des affaires.

Toute variation du taux officiel exprime publiquement l'opinion d'hommes particulièrement avertis sur la situation économique et financière ; elle prend figure d'un conseil et d'un avertissement. L'élévation du taux annonce des difficultés et incite à la prudence, son abais-

7. S. Res. 71, *ip. cit.*, t. VI, questionnaire, n° 8, p. 748.

sement donne confiance et tend à stimuler l'esprit d'initiative; les banquiers et hommes d'affaires adaptent le développement de leurs affaires aux instructions des Banques de Réserve, car ils savent que le Système en dehors du taux de l'escompte disposent d'autres moyens de faire respecter sa politique, et lors de la hausse du taux, ils craignent de voir les sources de leurs crédits restreintes et lors de la baisse ils sont assurés de trouver les disponibilités dont ils pourraient avoir besoin.

Seulement cette action psychologique ne produit ses effets sur la demande et l'offre d'argent qu'après un certain délai. Le volume du crédit fait remarquer le rapport du Conseil de Réserve pour l'année 1923 ⁸ est le résultat de plans commerciaux qui peuvent précéder de plusieurs mois l'octroi de crédit par les banques pour les réaliser; le mouvement du crédit a donc, à un moment donné, une force d'inertie qui ne peut être enrayée immédiatement; les affaires qui sont déjà en route seront réalisés généralement malgré les changements survenus dans les conditions du crédit et les taux de l'argent. L'élévation du taux de l'escompte n'a pas pour but d'interrompre des opérations en cours, mais plutôt d'amener à une attitude plus prudente les emprunteurs quant à leurs projets. C'est pourquoi les effets du taux de l'escompte demandent un certain temps pour se manifester dans le volume des prêts des banques affiliées, c'est pourquoi ils risquent d'ailleurs de se produire à contre-temps.

8. *Annual report of the Federal Reserve Board*, 1923, p. 4.

Cependant sur le marché financier où les opérations spéculatives ont une grande influence, l'effet psychologique d'une variation de taux est très sensible et immédiat ; le professeur Nadler déclarait devant la Commission bancaire et monétaire de la Chambre des Représentants⁹ : « Vous vous rappelez, l'autre jour à la Bourse, comme il y a eu un arrêt, comment l'ardeur du marché fut ralentie lorsque Boston à 250 milles de là augmenta son taux de 1/2 % ».

L'étude des statistiques et les résultats de l'enquête sénatoriale sur la politique du Système bancaire confirment cette insuffisance de l'action du taux de l'escompte sur le marché des crédits et le mouvement des affaires.

Parmi tous les éléments qui ont une influence sur le marché, il est difficile de discerner les effets de chacun d'eux ; ceci est surtout vrai de la place de New-York que sa situation de marché international des capitaux soumet à une multitude d'influences tant nationales qu'étrangères.

Sur l'efficacité de la politique de l'escompte, le Conseil de Réserve fédérale et le Federal Advisory Council ne sont pas d'accord et les Banques de Réserve sont divisées.

Les Banques de Réserve de Dallas, Cleveland, Minneapolis, Richmond ont déclaré à l'enquête sénatoriale sur leur fonctionnement qu'elles avaient été satisfaites

9. *Stabilization*, H.R., *op. cit.*, p. 72.

des résultats obtenus par les fluctuations du taux de l'escompte ; celles de New-York et Chicago ont émis des réserves ; les autres ont estimé et le Conseil de Réserve fédérale a partagé leur avis, que les buts proposés à l'action du taux de l'escompte n'avaient pas été atteints ¹⁰.

Cependant les affirmations des unes et des autres ne sont pas aussi absolues que leurs conclusions permettraient de le croire. Il est possible de préciser les points suivants que le Conseil de la Banque de New-York a reconnus, ainsi d'ailleurs que la majorité des Conseils des autres banques.

Le taux de l'escompte montre une certaine efficacité pendant les périodes de stabilité ; il existe, en effet, pendant ces périodes un équilibre entre le crédit en circulation et les affaires, il n'y a que peu de disponibilités en plus ou en moins des besoins ; dans ces conditions les faibles répercussions des fluctuations du taux de l'escompte suffisent à modifier dans le sens voulu l'évolution financière du pays ; l'élévation du taux officiel suffit à faire absorber par les banques affiliées les excédents du marché monétaire, et à élever les autres taux, la baisse du taux officiel à détendre la situation en rendent au marché la marge minime de fonds dont il avait besoin.

Les courbes des taux montrent d'ailleurs que dans ces périodes les variations du taux officiel sont généralement

10. Voir H.R., S. Res. 71, *op. cit.*, t. VI.

suivies de variations dans le même sens du taux commercial, et quelquefois du taux de l'argent à vue ; à une variation de $1/2$ % du taux officiel correspond généralement une variation de $1/4$ % du taux commercial, un délai minimum d'un mois est d'ailleurs nécessaire pour observer cette action.

Dans les périodes ou au contraire le marché des capitaux est abondamment pourvu, les variations du taux officiel se sont révélées inefficaces. Depuis 1928, elles n'ont produit aucun effet et le volume du crédit des Banques de Réserve aussi bien que des banques privées a été soumis à l'influence du taux de l'argent à vue.

La majorité des Banques de Réserve et notamment celles de Cleveland, Philadelphie et San Francisco ont remarqué que les résultats obtenus étaient meilleurs lors de l'élévation du taux, que lors de sa diminution. Lorsque les Banques de Réserve élèvent leur taux, c'est pour freiner une expansion inopportune des emprunts des banques affiliées ou des particuliers ; les circonstances peuvent rendre cette action inefficace, néanmoins les Banques de Réserve luttent contre un fait réel, tangible en quelque sorte, l'endettement des banques et des particuliers ; au contraire, lorsqu'elles abaissent leur taux, leur action n'a pas de point d'appui, n'a de prise sur aucun fait réel. Pour que la politique d'escompte soit efficace, il est indispensable que les banques affiliées viennent demander du crédit, mais ces demandes ne se produisent en général que dans les périodes d'expansion.

Il est plus facile d'empêcher les banques de s'endetter que de les contraindre à emprunter. La politique du taux de l'escompte est donc passive, elle doit attendre que les circonstances lui permettent d'agir.

Les deux principaux motifs d'infériorité de la politique du taux de l'escompte sont donc le rôle passif des Banques de Réserve et l'indépendance du marché des capitaux ; pour réduire l'un et l'autre le Conseil de Réserve fédérale a mis au point une politique d'opérations sur le marché libre qui fera l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE VI

LES OPERATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE

Les particuliers aux Etats-Unis ne peuvent pas recourir directement aux Banques de Réserve, ils sont obligés de s'adresser aux banques affiliées ; mais ces dernières ne sont pas les intermédiaires forcées des Banques de Réserve. Celles-ci peuvent, en effet, acheter et vendre des titres et papiers sur le marché libre, et maintenir ainsi avec lui, un contact étroit et direct.

Elles usent aujourd'hui de cette faculté comme d'une arme pour réaliser leur politique. Le Conseil de Réserve fédérale estime que cette arme est efficace et que les répercussions des opérations sur le marché libre se font sentir sur le volume de l'escompte, du crédit bancaire et l'activité des affaires.

Ce procédé d'action n'est pas nouveau, il est, en effet, utilisé depuis longtemps sur la place de Londres ; les interventions de la Banque d'Angleterre sont souvent citées comme le type même des opérations sur le marché

libre. D'autres Instituts d'émission que des liens plus ou moins étroits rattachent à la Banque d'Angleterre ont suivi son exemple et pratiquent des interventions sur le marché ; aussi a-t-on pu dire que l'habitude des opérations sur le marché libre était un vice des banques anglo-saxonnes.

Lorsqu'elle désire élever le taux de l'escompte, la Banque d'Angleterre commence pour le rendre efficace, par faire « rentrer le marché dans la Banque » c'est-à-dire obliger les emprunteurs à recourir, à son crédit. Pour obtenir ce résultat, elle vend des titres ; pour régler l'opération les acheteurs tirent sur les dépôts qu'ils possèdent dans les banques de la Cité ; les disponibilités des banques sont diminuées d'autant ; pour les reconstituer les banques rappellent leur première ligne de réserves formée par les prêts à vue aux brokers. Ces derniers dont les ressources sont ainsi diminuées se retournent vers la Banque d'Angleterre pour lui demander d'escompter leur papier : « Le marché est dans la Banque » ; celle-ci en modifiant son taux fait varier les demandes d'escompte et par suite les disponibilités accordées aux brokers, c'est-à-dire au marché monétaire.

C'est à une action identique que les autorités monétaires américaines ont eu recours pour tenter de contrôler le volume du crédit privé.

Si le procédé est ancien, du moins l'ampleur et la fréquence qu'ont revêtues les opérations des Banques de Réserve sur le marché libre lui ont donné un caractère nouveau.

Le Système de Réserve a été amené à utiliser ce procédé d'action sur le marché monétaire, moins par l'exemple de la Banque d'Angleterre que par sa propre expérience.

Les premiers achats d'une importance suffisante furent réalisés en 1921 et 1922 dans un but lucratif. L'acte de Réserve fédérale prévoyait le versement aux actionnaires d'un dividende de 6 %. Or, après la crise de 1921, le volume de l'escompte était très bas et les bénéfices des Banques de Réserve insignifiants. Les dirigeants de ces établissements craignant de ne pouvoir ni faire face à leurs dépenses et frais, ni payer les dividendes légaux, achetèrent sur le marché des titres productifs, ainsi que l'acte les y autorisait. Ils remarquèrent qu'au fur et à mesure de leurs achats, le volume du papier escompté diminuait, lors des ventes ultérieures de titres, ils remarquèrent que le volume du papier escompté augmentait.

La constance de cette réaction les incita à pratiquer des opérations sur le marché libre, non plus pour réaliser des bénéfices mais pour agir sur le volume de l'escompte et des crédits. Depuis 1922, en effet, les opérations sur le marché libre constituent le procédé d'action des Banques de Réserve, le plus efficace, pour contrôler l'évolution financière.

Ce procédé possède de grands avantages. Il donne d'abord aux autorités monétaires l'initiative de leur action, elles ne sont pas obligées pour agir d'attendre

que les banques affiliées et le public viennent frapper à leur porte ; le résultat obtenu dépend davantage de leur volonté que des circonstances. Les achats et les ventes de titres agissent directement et rapidement.

Les fluctuations du taux de l'escompte ne sont pas susceptibles d'une action progressive, elles agissent brutalement, elles constituent des faits, nets, précis et déterminés ; d'autre part, elles ont un caractère public souvent trop accentué, par elles les Banques de Réserve font savoir qu'à une période d'expansion doit succéder une période de restriction ; les opérations sur le marché libre sont plus douces, elles peuvent porter sur des chiffres insignifiants et s'accroître insensiblement, elles sont plus maniables. De plus elles sont discrètes, alors que le taux de l'escompte est public, elles demeurent entourées d'un certain mystère, seul l'expert peut discerner les variations du portefeuille d'une semaine à l'autre et en deviner les motifs. Enfin, au lieu de limiter leur action aux banques affiliées, les opérations d'achats et de ventes de titres exercent une influence sur l'ensemble du marché. La restriction ou l'expansion monétaire est générale.

L'acte ne prévoyait pas le rôle important que ces opérations devaient jouer dans la politique du Système, aussi avait-il laissé à cet égard une grande indépendance aux Banques de Réserve. Cependant, les premières opérations jetèrent le désordre sur le marché des titres, mirent en concurrence les Banques de Réserve, et démontrèrent

de ce fait la nécessité d'organiser le mécanisme de ce procédé nouveau de contrôle du crédit.

Afin de coordonner les opérations des divers districts, l'Assemblée annuelle des gouverneurs décida, en 1922, de créer un « Comité des opérations de placement sur le marché libre ». La mission de ce comité était limitée à l'exécution des ordres d'achat et de vente, adressés par les Banques de Réserve qui s'engageaient à ne plus intervenir directement sur le marché ; le Comité répartissait avec méthode les opérations pour ne pas créer de demandes ou d'offres artificielles.

Au fur et à mesure que les répercussions et les effets des opérations étaient mieux connus et que le désir de les utiliser pour contrôler le crédit s'accroissait, l'autorité du Comité fut accrue et sa composition élargie.

Aujourd'hui le Comité est devenu : la Conférence des opérations de placement sur le marché libre ; elle est formée de la réunion des douze gouverneurs des Banques de Réserve ; elle n'a pas de réunions régulières et est convoquée, chaque fois que le besoin s'en fait sentir, par le Conseil de Réserve Fédérale ; en 1929 et 1930, elle a été réunie onze fois. Elle élit tous les ans un Comité permanent de 5 membres qui assure la surveillance du marché et l'exécution de ses décisions pendant l'intervalle de ses sessions. La Conférence prend des décisions à deux titres, comme représentant des Banques de Réserve et comme représentant du Système de Réserve.

Les Banques de Réserve transmettent leurs ordres

d'achats et de ventes au Comité permanent qui jouit pour leur exécution d'une liberté complète; il est en fait maître de la nature, de l'époque, de l'opportunité, et même de l'importance des placements des Banques de Réserve. Le Comité peut décider de sa propre initiative d'effectuer des opérations, et répartir les achats et les ventes ainsi réalisés entre les douze banques. Celles-ci se sont d'ailleurs toujours montrées très conciliantes dans les répartitions consécutives aux opérations d'intérêt général. Mr. Miller a déclaré devant la Commission bancaire du Sénat ¹ : « Toutes les Banques de Réserve « ont participé à ces opérations avec un esprit de coopération, si quelques rares fois, elles ont décliné l'offre, « c'est en raison de motifs intérieurs et de la toute petite « marge de disponibilités qu'elles avaient ».

Cette coordination des opérations sur le marché libre permet au Conseil de Réserve d'imposer aux douze banques sa politique. D'ailleurs, la Conférence exécute les ordres directs du Conseil de Réserve et effectue des opérations pour son propre compte lorsque l'intérêt du Système l'oblige et qu'il n'est pas possible de demander aux Banques de Réserve un sacrifice supplémentaire. En fait, plus encore que la politique de l'escompte, la politique des opérations sur le marché libre traduit la volonté du Conseil de Réserve.

La base légale de cette politique se trouve dans les

1. H.R., S. Res. 71, *op. cit.*, t. I^{er}, p. 140.

art. 14 de l'Act de 1913. Cet article autorise les Banques de Réserve à faire des opérations sur le marché libre. Par opérations on entend toutes les transactions d'achat et de vente sans conditions ou avec conditions (par exemple la clause de rachat a souvent été utilisée). Par marché libre, on entend l'ensemble de tous les vendeurs et acheteurs possibles, banques non affiliées, entreprises industrielles, commerçants particuliers, de nationalité américaine ou étrangère. Les titres sur lesquels peuvent porter les opérations sont limités; ce sont : les transferts télégraphiques, les acceptations bancaires, les lettres de change à échéance déterminée et résultant d'opérations commerciales, les obligations et bons du Trésor, les obligations et bons à court terme des Etats de l'Union et des municipalités. Les opérations sur les actions, obligations ou bons des Sociétés privées, sur les titres étrangers ou les obligations à long terme des Etats et villes sont interdites aux Banques de Réserve.

En fait, le portefeuille des Banques de Réserve est presque exclusivement composé de titres fédéraux et d'acceptations bancaires. Les Banques de Réserve n'ont jamais usé de la faculté qu'elles possèdent d'acheter du papier escomptable. Leurs achats d'acceptations ont surtout été inspirés par le désir de soutenir le marché des acceptations qu'elles avaient créé pendant la guerre. Par contre les opérations sur les titres fédéraux ont été utilisées pour réaliser la politique du Conseil de Réserve.

La Banque de Réserve de New-York effectue les opé-

rations pour le compte de la Conférence ; c'est, en effet, sur cette place que les disponibilités sont les plus abondantes et que les opérations sont les plus efficaces ; la place de New-York exerce, de plus, une influence prépondérante sur les autres marchés américains qui n'en sont que les satellites.

Lorsqu'une Banque de Réserve achète des titres sur le marché libre, elle remet en paiement un chèque au vendeur qui le dépose à sa banque.

Si cette dernière est affiliée au Système, elle fait inscrire le montant du chèque à son compte à la Banque de Réserve et utilise ces disponibilités nouvelles soit pour rétablir sa situation si elle est endettée, soit pour développer ses opérations. Dans le premier cas, elle diminue le montant de son papier au réescompte et rembourse les avances qui lui ont été consenties ; dans le second, elle accepte de nouveaux dépôts et ouvre de nouveaux crédits. Si la banque du vendeur n'est pas affiliée au Système, elle utilise de même ses disponibilités et leur circulation finit par atteindre une banque affiliée.

Les achats de titres ont donc les résultats suivants : ils diminuent le volume de l'escompte de réserve, et accroissent les disponibilités du marché monétaire ; ainsi ils relâchent le contrôle que les Banques de Réserve exercent sur les banques affiliées et sur le marché.

Lorsqu'une Banque de Réserve au contraire vend des titres, elle reçoit du vendeur un chèque tiré sur une banque. Si cette Banque est affiliée au Système, son compte-courant est débité du chèque et ses réserves réduites de ce montant. A la suite de cette opération ses réserves sont généralement insuffisantes et pour les compléter, elle doit, soit rappeler les crédits consentis, soit faire escompter son papier.

Si la banque tirée n'est pas affiliée, elle réglera le chèque en espèces et pour reconstituer son encaisse devra rappeler des crédits. Ce rappel provoquera soit une diminution de la circulation, soit le rappel d'autres crédits, qui finiront par toucher une banque affiliée.

Ainsi, les ventes de titres ont les résultats suivants : restreindre les disponibilités des banques et du marché monétaire, élever le volume de l'escompte et renforcer par là, la tutelle du Système sur la politique des Banques affiliées.

Le désir de provoquer ces réactions sur les volumes respectifs de l'escompte et de la circulation scripturale est depuis 1923 le motif principal des opérations du Système sur le marché libre. Le rapport du Conseil de Réserve fédérale pour 1923 exprime l'avis que les opérations sur le marché libre ont reflété la politique de crédit des Banques de Réserve tout aussi bien que les fluctuations du taux de l'escompte. Mais ce n'est qu'à partir de l'année suivante que les autorités monétaires ont

utilisé les achats et les ventes de titres, en pleine connaissance de cause, et pour obtenir les buts qu'elles cherchaient, et qui vont être successivement étudiés.

Dès 1923, les Banques de Réserve, approuvées par le Conseil de Réserve fédérale ont cherché, par leurs premières opérations, à renforcer la politique de l'escompte et à la rendre efficace. Dans ce but, qui ne constituait d'ailleurs qu'une première étape nécessaire pour obtenir les buts fixés à la politique de l'escompte, elles ont procédé à des ventes importantes de titres, qui ont restreint les balances des banques affiliées et contraint ces dernières à recourir à l'escompte ; dans ces conditions, l'élévation du taux de l'escompte était plus onéreuse pour les banques affiliées, puisqu'il affectait un plus grand nombre de papiers. Ce procédé s'est révélé d'une efficacité telle que dans la suite la plupart des élévations du taux officiel ont été précédées de ventes de titres. Inversement, les achats de titres ont accompagné les abaissements du taux, mais ces achats avaient moins pour but de rendre effectif un taux plus bas — on ne peut guère, en effet, concevoir que l'abaissement d'un taux ait besoin d'être rendu effectif — que de concourir directement à une expansion de crédit.

Depuis les opérations sur le marché libre ont acquis une certaine indépendance et ont été utilisées dans d'autres buts que celui de rendre effective la politique du taux de l'escompte.

Elles ont permis aux autorités monétaires de sonder le marché, c'est-à-dire de voir si l'offre et la demande des moyens de paiement étaient en équilibre ; leurs réactions donnent, en effet, des indications précieuses sur la situation du marché. Lors des achats de titres, si les banques ne réduisent pas leurs demandes d'escompte, cela indique un besoin de disponibilités ; si, en effet, les banques affiliées ne réduisent pas leurs dettes, c'est que leurs disponibilités ne sont pas suffisantes pour faire face aux demandes de leur clientèle et qu'elles préfèrent s'endetter plutôt que de ne pas satisfaire des besoins qui leur semblent sains. Lorsqu'au contraire, les demandes d'escompte n'augmentent pas après des ventes de titre, cela indique qu'il existait une surabondance de monnaie sur le marché, puisque les banques ont pu faire face à des retraits importants sans s'endetter.

Le Conseil de Réserve dispose là d'un instrument qui lui permet non seulement de sonder le marché, mais aussi de garder sur celui-ci le contrôle. En effet, par des opérations successives qui peuvent d'ailleurs être d'une importance de plus en plus réduite pour obtenir un équilibre parfait, le Conseil peut ajuster les besoins et les demandes de crédit. Lorsqu'il estime que le crédit est surabondant, il vend des titres, jusqu'au moment où les Banques commencent à recourir au réescompte, il arrête alors les ventes, car le marché est « dans la Banque » suivant l'expression anglaise : dans ces conditions d'équilibre une action légère sur le taux de l'escompte ou sur

le marché libre suffit pour créer une modification marginale des réserves légales ou du crédit privé et orienter l'évolution financière du pays dans le sens voulu par le Conseil.

Le Système, en effet, a cherché à exercer sur le marché monétaire, par l'intermédiaire des opérations sur titres, une influence tant stabilisatrice que modificatrice.

Pour stabiliser le marché, il est nécessaire de compenser également les variations de l'offre et de la demande de monnaie. Les principales variations de l'offre sont dues aux mouvements de l'or : le Conseil a tenté, par des achats et ventes de titres d'annuler leurs effets. Les sorties de métal ont presque toujours donné lieu à des achats de titres dont le prix remplaçait sur le marché monétaire la réduction de la circulation métallique par un accroissement des circulations fiduciaires et scripturales. Les importations d'or ont souvent donné lieu à des ventes qui détruisaient ainsi l'indépendance que le métal nouveau donnait aux banques et au marché. Les statistiques révèlent que les opérations d'achat et de vente ont, en général, été équivalentes au montant des mouvements de l'or. Cette remarque permet de comprendre l'ampleur des opérations sur le marché libre.

Les crises boursières et bancaires modifient également avec brutalité l'offre de monnaie : la crise de 1929 a mis en évidence la manière dont les opérations des Banques de Réserve sur le marché peuvent compenser les effets

d'une panique. L'effondrement de la Bourse en octobre avait entraîné la destruction de nombreux dépôts et crédits, et le public inquiet retirait en espèces les fonds qu'il avait en compte-courant dans les banques. Les Banques de Réserve achetèrent alors 600 millions de titres fédéraux et d'acceptations en moins de six semaines. Les retraits du public furent ainsi compensés et le marché retrouva les fonds qui avaient été détruits ou thésaurisés.

De même lorsqu'en 1931, l'Angleterre abandonna l'étalon-or les Banques de Réserve achetèrent les acceptations que les banques étrangères désiraient vendre pour avoir une position plus liquide. Cette fois la demande de monnaie, et non plus l'offre, avait varié.

En général, les principales variations de la demande de circulation proviennent des opérations du Trésor et des fluctuations des affaires. Lorsque le Trésor émet ou rembourse un emprunt, il crée un mouvement de capitaux qui suivant son sens resserre ou dilate le marché ; les Banques de Réserve pour éviter cette tension ou cet élargissement achètent ou vendent des titres pendant la durée des périodes d'émission ou de remboursement. De même la date d'exigibilité des impôts est marquée par une tension du marché. Pour l'annihiler, le Conseil de Réserve Fédérale fait acheter aux banques privées des titres avec une convention de rachat ; lorsque le Trésor remet en circulation les fonds que l'échéance fiscale avait drainés, les Banques de Réserve font jouer la clause de

rachat, et les fonds qui avaient été mis en circulation sont retirés du marché.

Les fluctuations des affaires sont périodiques ou accidentelles; les premières peuvent être prévues et sont généralement d'une importance régulière; les Banques de Réserve peuvent modifier en conséquence la circulation des moyens de paiement. Le besoin de circulation est plus intense à la fin de l'été pour le financement des récoltes et à la fin de décembre, pour les échéances de fin d'année. A ces époques les Banques de Réserve achètent des titres pour augmenter la circulation effective et les possibilités de crédit des banques. Elles les revendent progressivement lorsque le niveau des règlements est redevenu normal.

L'action contre les fluctuations accidentelles des affaires est plus difficile à exercer. Ces fluctuations d'abord ne sont pas prévisibles; de plus, il n'est pas possible de connaître leur importance. Cependant, lorsqu'elles peuvent agir, les Banques de Réserve n'hésitent pas à le faire.

En octobre 1930 la moisson était particulièrement fructueuse aux Etats-Unis et les achats de l'étranger provoquaient une hausse du dollar qui risquait d'abaisser le cours des changes étrangers en dessous des gold points d'entrée, d'enrayer les exportations américaines et de provoquer un nouvel afflux d'or. Pour raffermir les changes étrangers, la Banque de Réserve de New-York acheta pour le compte du Conseil de Réserve des effets

étrangers. Lorsque les changes se redressèrent d'eux-mêmes en février ou mars, les papiers étrangers furent revendus³.

L'alternance des périodes de tension et d'abondance monétaire permettrait aux Banques de Réserve de liquider leurs positions d'acheteurs ou de vendeurs avec une certaine régularité. Cependant les Banques profitent des périodes de stabilité pour vendre et acheter progressivement des titres sur lesquels elles ont été amenées à faire des opérations antérieurement. La liquidation des interventions passées est un des facteurs des opérations des banques sur le marché.

Le Conseil de Réserve fédérale ne s'est pas contenté de stabiliser le marché monétaire, il a cherché à le modifier pour entraîner une variation consécutive de l'évolution économique. Dans son ouvrage sur les Banques de Réserve, M. Burgess écrit⁴ : « Il est permis de résumer
« les rapports qu'indiquent les graphiques en disant qu'il
« a été procédé à des achats de titres en périodes de
« ralentissement des affaires, de baisse des prix et d'in-
« quiétude... D'autre part, des ventes de titres ont eu
« lieu alors que les affaires étaient très prospères, que les
« prix s'élevaient et que la spéculation sévissait ».

L'année 1932 a été marquée par la lutte entreprise avec l'énergie du désespoir, par l'administration du

3. H.R., S. Res. 71, *op. cit.*, t. I^{er}, p. 91.

4. Les Banques de Réserve Fédérale, par Randolph Burgess. Traduction P. Coste.

Président Hoover, pour redonner une activité aux affaires : l'instrument de cette politique furent les opérations sur le marché libre ; les achats de 1932 s'élevèrent à plus de 1 milliard.

Le tableau suivant donne les principales opérations sur le marché libre des Banques de Réserve, leurs motifs et leurs résultats ⁵.

OPERATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE

Motifs	Conséquences
Janvier-mai 1922 <i>Achats : 400 millions</i>	
Faire face aux frais de gestion.	Diminution du volume de l'es-
Payer les dividendes.	compte et du crédit de réserve.
	Augmentation totale du crédit
	privé.
	Stimuler les affaires et l'agriculture
Juin 1922-juillet 1923. <i>Vente : 525 millions.</i>	
Aider la Trésorerie des Etats-Unis	Réduction des emprunts des ban-
dans ses opérations de rem-	ques affiliées.
boursement.	Diminution de l'intérêt.
Restreindre l'expansion trop	Arrêt du développement des af-
grande de la production.	aires.
Arrêter l'augmentation des prix.	
Rendre effective la politique d'élé-	
vation du taux de l'escompte.	
Décembre 1923 à septembre 1924 <i>Achat : 510 millions</i>	
Freiner l'élévation des taux.	Diminution des taux sur le marché.
Aider les banques affiliées à rem-	Augmentation du crédit bancaire.
boursier leurs emprunts ; encou-	Spéculation.
rager les prêts à l'Etranger ;	
encourager la reprise des affai-	
res.	
Placer le système dans une situa-	
tion qui lui permettrait d'en-	
rayer la spéculation par la re-	
vente des titres.	

5. La plupart des renseignements de ce tableau sont extraits des réponses des Banques de Réserve au questionnaire n° 9 de l'enquête sénatoriale sur le fonctionnement du Système bancaire. S. Res 71. *op. cit.* t. VI, questionnaire n° 9.

Novembre 1924 à mars 1925

Vente : 260 millions

Enrayer la spéculation.	Légère diminution de la spéculation.
Rendre le taux de l'escompte effectif.	Diminution du crédit bancaire.
Restreindre la trop grande expansion des affaires.	
Arrêter la hausse des prix.	

Avril 1926 à mai 1927.

Opérations insignifiantes.

Mai 1927-novembre 1927

Achat : 230 millions

Faciliter le financement des produits agricoles.	Diminution des taux de l'argent.
Eviter les importations d'or.	Changes renforcés.
Renforcer le cours des changes.	Prix plus fermes.
Stimuler les affaires.	Emission de bons étrangers.
Préparer une diminution du taux de l'escompte.	Activité productrice.
Arrêter la baisse des prix.	Développement de la spéculation.

Janvier 1928-avril 1929.

Vente : 405 millions

Arrêter la spéculation.	Elévation des taux.
Préparer une hausse du taux de l'escompte.	Augmentation des emprunts des banques affiliées.
Obliger les banques affiliées à emprunter.	Spéculation du crédit privé.
Elever les taux de l'argent.	Croissance du crédit privé.
Obtenir une meilleure qualité du papier présenté à l'escompte	

Octobre 1929-Décembre 1930

Achat : 560 millions

Eviter l'effondrement complet de la Bourse.	Abaissement des taux.
Eviter la panique.	Stabilité du marché monétaire,
Abaisser le taux de l'intérêt pour stimuler la reprise des affaires.	mais baisse des cours à la Bourse

Septembre-octobre 1931.

Achat : 540 millions

Compenser les retraits de capitaux des banques étrangères.	Stabilité du marché monétaire.
Stimuler les affaires.	

Mars-juillet 1932
Achat : 1.000 millions.

Compenser les retraits d'or dus à la crise bancaire.	Assouplissement du marché monétaire.
Stimuler les affaires.	Diminution de l'endettement bancaire.
	Mais la publicité faite autour de ces achats a accéléré les retraits d'or.
	Les affaires n'ont pas répondu à un accroissement du crédit et réserve.

Mars 1933.
Achat : 400 millions

Favoriser la liquidation de la crise bancaire.	Il est difficile d'estimer la part de ces opérations dans l'assainissement de la situation.
--	---

* * *

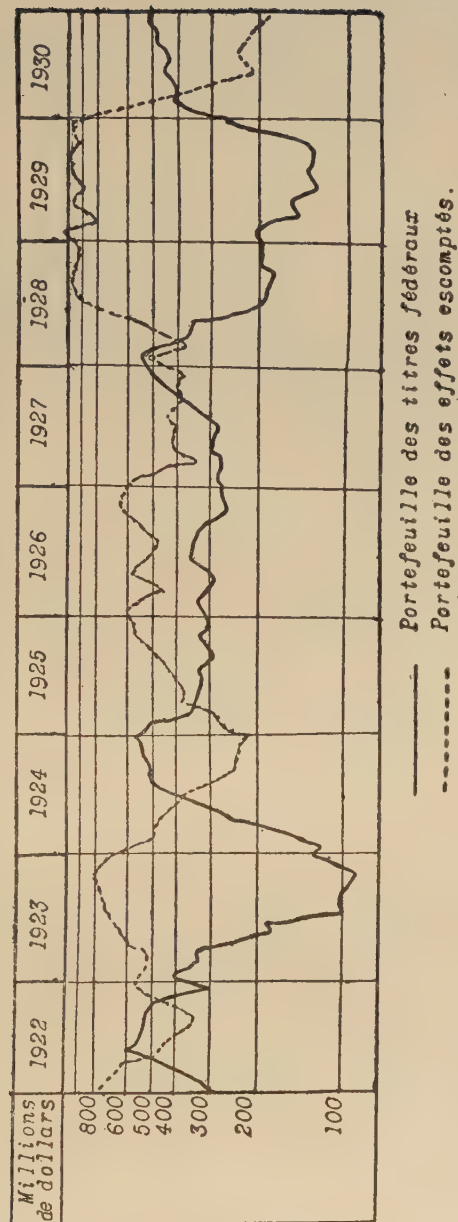
Les opérations sur le marché libre se sont en général révélées plus efficaces que les fluctuations du taux de l'escompte. Mr. Miller a déclaré devant la Commission bancaire et monétaire du Sénat que « les opérations sur le marché libre constituaient l'instrument le plus puissant que le Système avait jamais utilisé ».

Pour apprécier l'efficacité de ce procédé, il est nécessaire de distinguer les trois étapes successives de son action ; il doit, en effet, agir d'abord sur le crédit fédéral de réserve, puis sur le marché monétaire, enfin sur l'activité économique.

Les opérations sur le marché libre ont exercé une action certaine sur le volume de l'escompte. Le mouvement des achats et des ventes de titres peut être aisément suivi sur la courbe qui exprime les variations du portefeuille des titres du Gouvernement fédéral ; le portefeuille des acceptations suit, en effet, celui des titres fédéraux.

Graphique n° 1

Courbes montrant les variations inverses
du portefeuille des titres fédéraux et du portefeuille des effets escomptés

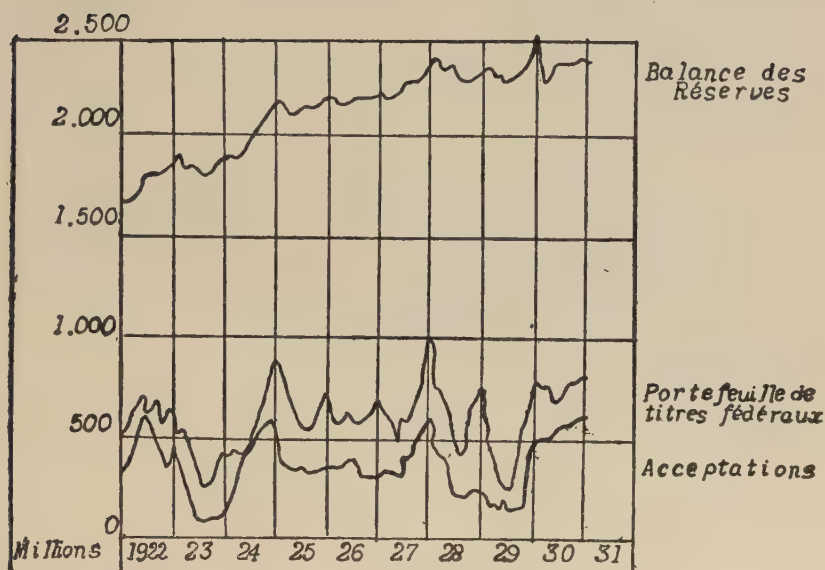


Extrait de : *Operations of the National and Federal Reserve Banking System* -
S. Res 71 - Tome VI - p.800

Les courbes du portefeuille des titres et du volume de l'escompte fédéral reproduites sur le graphique n° 1⁶ montrent des variations inverses. Cette relation est constante. L'examen des statistiques indique donc que le volume de l'escompte des Banques de Réserve s'est élevé lors des ventes de titres et qu'il s'est abaissé lors des achats. Ainsi le premier but de la politique des opérations sur le marché libre a été atteint, l'action du taux de l'escompte a été rendue plus efficace parce que les Banques affiliées ont été contraintes de recourir à l'escompte et l'autorité des Banques de Réserve sur le marché a été accrue.

Mais le total du crédit de réserve n'a pas varié comme les autorités monétaires l'espéraient. Le montant du crédit de réserve demeure à peu près constant ; les statistiques montrent, en effet, que le crédit fourni par les achats de titres et d'acceptations est détruit dans une certaine mesure par la diminution du réescompte, que la restriction du crédit apportée par les ventes de titres et d'acceptations est annulée par l'augmentation du réescompte ; cependant la compensation n'est pas la même dans les deux sens : les achats de titres provoquent, en définitive, un accroissement du total des crédits de Réserve en circulation, tandis que les ventes de titres ne parviennent pas à entraîner sa diminution. Dans l'ensemble les opérations sur le marché libre ont donc accru le total du crédit de Réserve en circulation.

6. Ce graphique est extrait des réponses à l'enquête sénatoriale, S. Res. 71, *op. cit.*, t. VI, p. 800.

Banques affiliéesGraphique n° 2

Cette tendance inflationniste s'observe également dans les répercussions des opérations sur le marché libre sur le volume des dépôts des banques privées. Le graphique n° 2⁷ représente les courbes des réserves légales des banques affiliées, des portefeuilles de titres et d'acceptations. On remarque que les achats de titres en 1924, en 1927 et en 1929 ont déterminé des augmentations dans le montant des réserves légales.

7. Ce graphique et le suivant sont extraits du compte-rendu de la déposition de Mr. Miller devant la Commission bancaire du Sénat. S. Res. 71, *op. cit.*, t. I^{er}, p. 126.

Une partie des disponibilités mises sur le marché a été utilisée à développer les possibilités de crédit des Banques affiliées. Mais les ventes de titres n'ont pas provoqué la diminution de ces réserves, les ventes de 1923, 1925 et 1928 n'ont été suivies que de réductions insignifiantes des réserves, aucune répercussion ne peut même être trouvée entre les ventes de la première partie de l'année 1929, et les fluctuations correspondantes des réserves.

La courbe supérieure du graphique n° 3 montre que les fluctuations du volume des dépôts, c'est-à-dire du crédit privé, ont suivi celles des réserves, mais avec une amplitude dix fois supérieure, qui est la proportion entre les réserves et les dépôts. Il est donc possible de résumer l'action de la politique du marché libre sur le volume du crédit privé en disant qu'elle est effective lorsqu'elle tend à développer le crédit, sans effet lorsqu'elle tend à le restreindre.

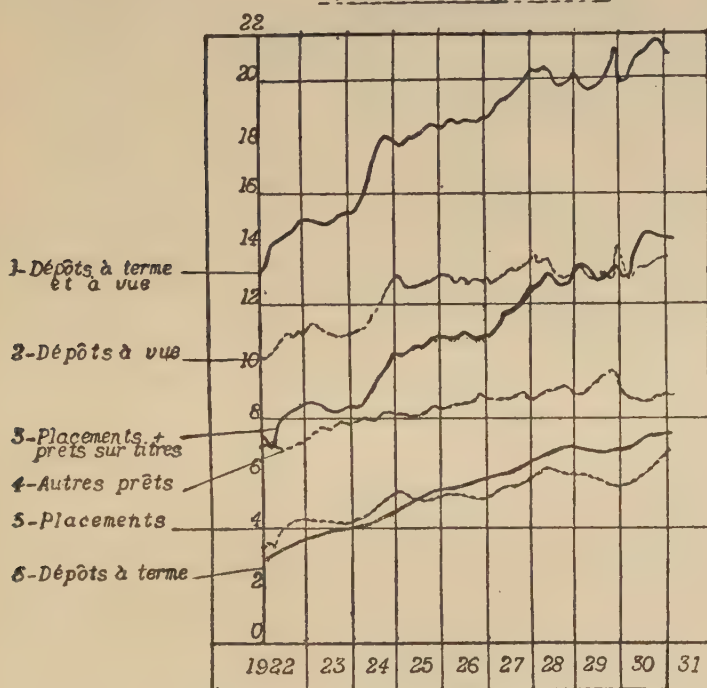
L'étude des phénomènes actuels conduirait à modifier ce jugement et à réduire encore la confiance accordée à la politique du marché libre : les achats considérables de titres, effectués depuis le début de la crise, n'ont pas eu de répercussion sur les dépôts en banque. Il semble que le montant de ces dernières dépende davantage de facteurs psychologiques ; ce qui expliquerait leur hausse pendant la période de confiance qui a pris fin avec la crise actuelle et leur baisse depuis.

Il n'a pas été possible de trouver une relation directe

entre les opérations sur le marché libre, et l'une quelconque des courbes qui traduisent les variations de l'activité économique. Il importe donc d'étudier pour apprécier l'efficacité de la politique sur le marché libre, au troisième stade de ses répercussions, les effets des accroissements de crédit bancaire, consécutifs aux achats, sur l'activité économique.

Banques affiliées
en milliards de dollars

Graphique n°3



Le graphique n° 3 décrit l'évolution des principales opérations bancaires pendant la période étudiée et per-

met à l'observateur de se rendre compte de l'utilisation du crédit bancaire créé en 1924, 1927 et 1929 lors des achats massifs de titres.

La courbe supérieure représente le total des dépôts, elle met en évidence les accroissements des possibilités de crédit. La courbe n° 3 représente les placements et les prêts sur titres, la courbe n° 4 les « autres prêts » (others loans), c'est-à-dire les prêts commerciaux ; les prêts sur titres, les placements, les prêts commerciaux constituent les principales utilisations des crédits privés. De 1922 à 1931, le total des dépôts des banques affiliées s'élève de 13 milliards à 21 milliards, soit un accroissement de 8 milliards. Les prêts commerciaux n'ont presque pas bénéficié de ce crédit nouveau, leur montant s'élève de 7 à 9 milliards, par contre les placements et les prêts sur titres passent de 7 à 14 milliards ; les prêts sur titres ont subi la plus grande élévation ainsi que le montre par différence la courbe n° 5. Or, les prêts sur titres constituent la forme habituelle des prêts spéculatifs. Il apparaît donc que l'accroissement du crédit privé a été utilisé à alimenter la spéculation. La courbe des prêts sur titres présente un parallélisme marqué avec celle du total des dépôts, les accroissements rapides du volume du crédit bancaire en 1924, 1927 et 1929, consécutifs aux achats de titres correspondent à des augmentations très distinctes des prêts sur titres. Les disponibilités accordées par les Banques de Réserve au marché par des achats de titres, ont donc été déposées dans les banques qui les ont utilisées pour soutenir la spéculation.

L'étude de la gestion des banques libres non affiliées montrerait la même utilisation du crédit de Réserve fourni par l'accroissement de la circulation fiduciaire.

Au contraire, il n'est pas possible de trouver une relation constante entre la courbe des prêts commerciaux qui indique l'utilisation productive du crédit de Réserve, et la courbe des crédits. Il semble que le volume des prêts commerciaux dépende surtout de l'activité des affaires, puisque la courbe présente régulièrement des pointes qui correspondent aux périodes de l'année où les affaires montrent le plus d'activité.

Dans ces conditions, il est possible de conclure en disant que les opérations sur le marché libre n'ont ni stimulé, ni freiné le mouvement économique, elles ont seulement réussi à modifier dans un seul sens l'évolution du crédit bancaire ; mais les disponibilités nouvelles qu'elles ont ainsi apportées aux banques ont été détournées des emplois productifs et utilisées en opérations spéculatives.

Il demeure cependant que les opérations sur le marché libre ont rendu efficace le taux de l'escompte et que si elles n'ont pas permis une stabilisation de longue durée du marché monétaire, du moins elles ont à chaque instant évité à ce dernier des heurts et des secousses qui constituent autant d'inconvénients sur les autres marchés.

Lorsque le Conseil s'aperçut que les Banques utilisaient en prêts spéculatifs, les crédits bancaires nouveaux, il tenta de remédier à la situation, et de diriger vers des emplois productifs l'excédent des crédits créés. Cette politique fera l'objet du chapitre suivant.

CHAPITRE VII

LA TUTELLE DES BANQUES DE RESERVE

Les Banques de Réserve ont toujours exercé une surveillance sur la gestion des banques affiliées, pour les contraindre à garder une situation saine. Lorsqu'une banque affiliée développe outre mesure ses immobilisations, accorde des crédits sans garantie suffisante ou en un mot compromet sa situation, le directeur de la Banque de Réserve dont elle dépend, l'invite à modifier sa gestion; s'il n'obtient pas satisfaction il exerce sur elle une pression pour la contraindre à conformer ses opérations aux règles de prudence et de sécurité qu'une longue tradition ont imposées.

Jusqu'à ces dernières années cette surveillance ne se préoccupait que de la gestion individuelle des banques affiliées; mais depuis 1929, les Banques de Réserve, sur l'impulsion du Conseil de Réserve Fédéral et tentent d'exercer cette pression pour amener les banques affiliées à conformer leur gestion non plus seulement aux règles

de prudence et de sécurité mais aussi à la politique monétaire générale pratiquée par le Système de Réserve.

Le recours à cette politique que les rapports et bulletins officiels du Système appellent « direct pressure » ou « moral suasion » s'explique par des considérations tant historiques que techniques.

La politique de pression directe marque d'abord l'échec des autres procédés d'action sur l'évolution du marché monétaire. M. Reed dans son ouvrage sur la politique des Banques de Réserve¹ écrit : « Le recours du « Conseil de Réserve fédérale à la politique de pression directe est un aveu de l'impuissance des Banques de Réserve à contrôler la situation en utilisant leurs pouvoirs généraux ».

En 1929, le volume des dépôts en banque augmentait démesurément, et une partie importante en était utilisée en prêts aux brokers ou aux particuliers qui les investissaient à la Bourse : le crédit de Réserve servait à financer la hausse spéculative des anciennes valeurs, et les émissions trop considérables des titres nouveaux. Cette tendance qui avait débuté dès la fin de 1927 n'avait pas pu être enrayerée au cours de 1928 ni par les augmentations successives du taux de l'escompte qui fut porté de 3 1/2 à 5 %, ni par des ventes de titres qui s'élevèrent à 450 millions. Au début de 1929, il était évident que le taux de l'escompte et les opérations sur le marché libre n'avaient pas été capables d'enrayer le développement du crédit et la poussée parallèle de la spéculation.

1. Federal Reserve Policy 1921-1930. Reed, *op. cit.*, p. 148.

Les augmentations successives du taux de l'escompte et les ventes de titres avaient réussi à élever le taux de l'argent sur le marché monétaire, mais cette hausse importait peu aux spéculateurs qui empruntaient pour réaliser des bénéfices sur des différences d'un ordre dix fois supérieur.

A cette insuffisance, d'autres raisons s'ajoutaient pour détourner le Conseil de Réserve de persévérer dans la voie des élévations du taux et des ventes de titres.

Les industriels, commerçants et agriculteurs se plaignaient déjà des taux élevés du marché monétaire, ils estimaient qu'une élévation nouvelle du taux de l'escompte aurait entraîné des élévations correspondantes du taux commercial et du taux de l'argent à vue, et qu'elle aurait ainsi constitué un obstacle au développement des affaires; que cette allégation soit exacte ou fausse, il demeure certain que le milieu des affaires exerça son influence sur les autorités monétaires pour les dissuader d'une nouvelle élévation du taux ou d'une restriction de la circulation qui aurait entraîné les mêmes résultats. Le Président de la Commission bancaire et monétaire du Sénat a très bien exprimé l'opinion prépondérante des autorités monétaires en déclarant deux années après. « Il est inadmissible que le taux de l'escompte serve à contrôler le marché des valeurs, plutôt que le commerce ».

De plus, la politique monétaire devait tenir compte des facteurs extérieurs : les importations de capitaux et par suite d'or avaient repris et donnaient une indépendance chaque jour plus grande au marché ; une élévation des taux sur le marché de New-York aurait accru les importations de capitaux qui venaient justement y chercher un placement rémunérateur et par suite l'indépendance du marché monétaire. De plus, les importations d'or se seraient faites au détriment des marchés monétaires européens de Londres notamment, dont la devise était déjà menacée.

Dans ces conditions, les autorités monétaires cherchèrent à restreindre le développement des crédits, et particulièrement des crédits spéculatifs, sans cependant, par des taux prohibitifs, pénaliser le commerce, l'industrie et l'agriculture, sans d'autre part accroître les importations d'or. Le Conseil de Réserve décida de faire exécuter sur les banques affiliées une pression directe pour les amener à comprimer d'une manière générale le développement de leurs opérations et à réduire énergiquement le volume des prêts sur titres et des avances aux brokers. Le contrôle du crédit n'était plus seulement d'ordre quantitatif mais aussi qualitatif.

Le 2 février 1929 le Conseil de Réserve Fédérale a adressé aux Banques de Réserve une lettre ³ dans laquelle il faisait remarquer que les taux monétaires s'élevaient

3. Federal Reserve Bulletin, Collection 1929.

et qu'il était du devoir du Conseil de veiller à ce que cette situation ne soit pas une gêne pour le commerce et l'industrie, que l'absorption des fonds dans la spéculation était le principal facteur de cet état de choses, que les ressources du Système étaient suffisantes si elles n'étaient pas détournées de leur emploi. Puis il écrivait pour légitimer sa nouvelle politique. « Le Conseil estime que
« l'Acte de Réserve Fédérale n'a pas prévu l'utilisation
« des ressources des Banques de Réserve pour créer ou
« développer des crédits spéculatifs : une banque affi-
« liée ne possède pas un droit logique aux facilités du
« réescompte des Banques de Réserve lorsqu'elle em-
« prunte pour consentir ou soutenir des prêts spécula-
« tifs »... Le Conseil n'a pas à se préoccuper de la poli-
« tique de prêt des banques affiliées tant qu'elle n'en-
« traîne pas les Banques de Réserve ; par contre une
« grande responsabilité pèse sur lui lorsqu'il est évident
« que les banques affiliées ne maintiennent leurs prêts
« spéculatifs que grâce au crédit de Réserve fédérale.
« Dans ce dernier cas les Banques de Réserve deviennent
« les soutiens de la spéculation. Ce résultat n'est pas
« en harmonie avec les intentions de l'Acte de Réserve
« fédérale ».

En conclusion, le Conseil demandait que cette lettre soit communiquée aux administrateurs et directeurs des Banques de Réserve afin qu'ils connaissent l'opinion du Conseil à ce sujet, et que des renseignements lui soient adressés sur les points suivants :

1. Comment les Banques de Réserve sont informées de l'usage fait de leur crédit par les banques affiliées ;
2. Les méthodes employées pour éviter un usage malsain de leur crédit ;
3. L'efficacité de ces mesures.

Cette lettre fut rendue publique le 7 février, et le 15 du même mois le Federal Advisory Council approuvait par la résolution suivante la nouvelle politique du Système. « Le Federal Advisory Council estime qu'avant « de recourir à une élévation des taux, tous les efforts « possibles devront être faits pour remédier à la situation présente des marchés spéculatifs ».

La lettre du 2 février ne constituait pas seulement une simple mise au point de la doctrine du Conseil de Réserve mais aussi une ligne de conduite imposée aux Banques de Réserve.

Cette politique nouvelle semble comporter trois degrés suivant l'importance de la pression exercée : une Banque de Réserve peut se borner à demander simplement aux banques affiliées de conformer leur politique aux instructions générales qu'elle leur adresse, elle peut les menacer de sanctions, elle peut prendre ces sanctions. En effet, l'autorité des Banques de Réserve n'est pas seulement assise sur des considérations morales mais aussi sur une supériorité technique.

Les Banques de Réserve jouissent d'un certain prestige ; leur capital et leurs ressources sont considérables

si on les compare à ceux de la majorité des banques américaines ; elles ont un caractère d'établissement officiel, et l'autorité du Conseil de Réserve appuie leur influence. Enfin la personnalité des administrateurs des Banques de Réserve ajoute au prestige de l'ensemble du Système. Les directives qu'elles donnent sont en général suivies parce qu'elles émanent de personnalités que le public considère comme particulièrement compétentes et éclairées. Lorsqu'elles se bornent à donner des indications générales les Banques de Réserve ont une influence aussi grande sur les banques libres que sur les banques affiliées. Mais leur autorité ne s'exerce que sur ces dernières lorsqu'il est nécessaire pour imposer la volonté du Système de recourir aux sanctions ou de rappeler leur existence éventuelle.

La première arme d'une Banque de Réserve est le droit qu'elle possède de faire examiner la situation des banques affiliées. Aux Etats-Unis la tradition bancaire a toujours imposé aux banques un contrôle que l'organisation financière rendait indispensable ; il existe, en effet, trente mille banques aux Etats-Unis dont la majorité ne sont que de petits établissements, ces derniers ont, en général, un capital insuffisant, leur direction est souvent assurée par des hommes imprudents et peu instruits des grands problèmes financiers. Ainsi toutes les entreprises qui font le commerce de l'argent ont toujours été soumises à des inspections variées, Inspection fédé-

rale du Contrôleur de la circulation pour les banques nationales, Inspection particulière des Etats pour les banques d'Etat, à ces contrôles se superpose enfin pour les banques affiliées celui du Système de Réserve fédérale.

La surveillance exercée par les Banques de Réserve, est constituée par l'envoi d'inspecteurs, la communication des rapports des inspecteurs d'Etat ou du Contrôleur de la circulation et par l'obligation imposée aux banques affiliées de communiquer périodiquement leur bilan. Grâce aux renseignements ainsi obtenus, les services spéciaux de la Banque de Réserve déterminent pour chacun des établissements contrôlés, ce que l'on appelle « la ligne de la banque », c'est-à-dire la courbe générale de ses opérations, le rapport entre ses prêts et ses emprunts, ils déterminent aussi le rapport entre les prêts de natures différentes. Ils rapprochent ensuite la ligne obtenue de la ligne idéale qui représente la politique de crédit d'une banque telle que la désire le Conseil de Réserve Fédérale. Les divergences sont notées et signalées aux dirigeants des banques considérées comme autant de fautes à ne pas commettre et à rectifier⁴. Les banques dont la ligne ne correspond pas au vœu du Conseil sont l'objet d'une surveillance spéciale jusqu'au moment où elles ont modifié leur gestion.

Les directeurs des Banques de Réserve se tiennent en

4. Déposition de Mr. Harrison, gouverneur de la Banque de Réserve de *New-York*, devant la Commission bancaire et monétaire du Sénat. H.R.S. Res. 71, *op. cit.*, t. I^{er}, p. 50.

contact permanent avec les dirigeants des banques affiliées, ils les visitent ou les convoquent soit individuellement, soit en conférence ; ces conversations permettent alors de convaincre les banques affiliées de la direction à donner à leurs opérations.

Mais la crainte de voir leurs facilités de crédit réduites, constitue l'arme la plus puissante dont disposent les Banques de Réserve pour imposer leur politique aux banques affiliées. Si ces dernières, en effet, n'empruntent pas continuellement aux premières, du moins elles ont recours à leur crédit dans les périodes de difficultés ; le besoin du crédit de Réserve n'est qu'éventuel mais il est fréquent ; des retraits imprévus, une tension sur le marché, peuvent contraindre la banque la plus solide à demander l'aide, ne serait-ce que pour une journée, de la Banque de Réserve. Pour se ménager dans ces circonstances son appui, les banques affiliées cherchent à entretenir avec elle des rapports confiants ; l'obligation d'obéir à ses directives est la condition première de ces rapports.

Pour compléter leur encaisse ou leurs réserves, les banques affiliées demandent l'aide des Banques de Réserve, soit sous forme d'avances directes valables 15 jours soit sous forme d'escompte de leur papier.

Les Banques de Réserve sont libres d'accorder ou de refuser les avances, d'exiger des garanties supplémentaires, de demander un prix très élevé. La question du

droit des banques affiliées au réescompte a souvent été discutée en théorie mais elle n'a, en fait, jamais été posée devant une Cour de Justice ; les légistes comme les dirigeants du Système sont d'accord pour reconnaître aux Banques de Réserve le droit de refuser discrétionnairement les demandes d'escompte présentées par les banques affiliées⁵. Il semble que les Banques de Réserve n'ont jamais utilisé ce droit, mais il suffit qu'elles aient la possibilité de l'exercer. Cependant leur autorité serait accrue si elles l'exerçaient de temps à autre : le Comité bancaire et monétaire de la Chambre de Commerce des Etats-Unis dans son rapport sur l'année 1929 demande que le pouvoir de refuser le réescompte à une banque affiliée soit exercé avec plus de fréquence dans l'avenir.

Le Conseil de Réserve fédérale estimait que cette autorité des Banques de Réserve allait leur permettre d'exercer sur les banques affiliées et par suite sur le marché monétaire une pression efficace pour les amener à conformer leur gestion à ses vœux. A deux reprises il tenta d'utiliser ce procédé d'action en 1929 pour enrayer le développement du crédit et la poussée de la spéculation, en 1932 pour stimuler la reprise des affaires.

La politique inaugurée en février 1929 sembla donner

5. Déposition de Mr Harrisson, gouverneur de la Banque de Réserve de New-York, devant la commission bancaire et monétaire du Sénat. H.R.S. Res. 71 *op. cit.*, Tome I, p. 114 Déposition de Mr Hamelin. Voir lettre du Conseil aux Banques de Réserve le 2 février 1929. Federal Reserve Bulletin mars 1929.

d'abord de bons résultats. Le taux de l'argent à vue s'éleva plus rapidement que le taux du papier commercial, les prêts des banques aux brokers cessèrent de s'élever et même déclinerent légèrement ; pour les banques de New-York, ils descendirent de 1.114 millions le 31 décembre 1928 à 1.071 millions le 31 mars 1929. Cependant les brokers trouvaient ailleurs ce que les banques leur refusaient et pendant la même période le total des prêts aux brokers s'éleva de 500 millions.

Le 19 avril 1929 le Federal Advisory Council reconnaissait l'échec du procédé et publiait la déclaration suivante : « En examinant les circonstances actuelles, « le Conseil estime qu'en dépit de la coopération des « banques affiliées, les mesures adoptées jusqu'ici « n'ont pas réussi à corriger la situation présente du « marché monétaire ». Le Federal Advisory Council demandait ensuite que le Conseil de Réserve Fédérale autorise les Banques de Réserve à élever immédiatement le taux de réescompte et à le mettre en harmonie avec le taux du crédit commercial.

L'étude des statistiques montre que le Système n'a réussi à modérer l'expansion du crédit des banques affiliées que dans une mesure très restreinte. Elles montrent également qu'il n'a pas pu enrayer la poussée spéculative. D'ailleurs l'effondrement du marché des valeurs au mois d'octobre suivant, est la meilleure illustration de l'échec de la politique de pression directe en 1929.

Il est prématuré de juger la politique de pression

exercée en 1932 et qui se poursuit actuellement pour inciter les banques affiliées à accroître leurs actifs productifs et notamment leurs ouvertures de crédit. Il est cependant possible d'affirmer que les banques n'ont pas répondu à la pression exercée sur elle et qu'elles n'ont pas accordé des crédits supplémentaires à la demande des Banques de Réserve.

Cette politique de pression directe recommandée par le Conseil de Réserve a donc subi un échec certain : il pouvait d'ailleurs en être difficilement autrement.

Il ne semble pas d'abord que les Banques de Réserve aient suivi avec enthousiasme les directives du Conseil de Réserve Fédérale. Elles ont certes exercé une pression sur les banques affiliées, mais n'ont pas cherché à contraindre celles-ci à conformer leur politique aux instructions qu'elles recevaient. La Commission sénatoriale d'enquête sur le fonctionnement du système bancaire⁶ a adressé aux Banques de Réserve un questionnaire demandant des renseignements sur cette politique de pression. A la question n° 10 : quel a été le résultat de la « moral suasion » 6 banques seulement ont répondu qu'elles avaient été satisfaites des résultats obtenus. Mais les réponses aux questions 3 et 5 permettent de comprendre que le mot de persuasion convient mieux que celui de pression, à la politique suivie. La question n° 3 est ainsi formulée : « Les conditions du réescompte

6. H.R.S. Res. 71. *op. cit.*, t. VI, questionnaire n° 7

« sont-elles plus élevées lorsque la Banque de Réserve « suit une politique de restriction du crédit » ? Toutes les Banques de Réserve, sauf deux, ont répondu que les conditions n'étaient pas élevées. La question n° 5 est ainsi formulée : « Des garanties supplémentaires sont-elles demandées aux banques affiliées qui empruntent davantage ? » Les réponses sont ainsi résumées « dans des cas exceptionnels et individuels seulement ».

Même si les Banques de Réserve avaient eu la volonté d'exercer une pression réelle sur les banques qui accordaient un soutien à la spéculation, leur action aurait été gênée par la difficulté d'établir la réalité des prêts spéculatifs. Un prêt n'est pas spéculatif en lui-même, c'est le bénéficiaire qui lui donne ce caractère par l'emploi ultérieur des fonds. Au moment où une banque accorde un crédit, elle ignore souvent la destination de ce crédit ; la nature de la garantie ne donne pas une indication sûre, des prêts sur titres peuvent servir à financer des opérations commerciales, et l'escompte d'un papier commercial peut servir à réaliser une opération spéculative ; la personnalité du bénéficiaire ne donne pas une indication plus sûre ; les prêts aux brokers sont sans aucun doute des prêts spéculatifs, mais le prêt accordé à un commerçant peut être utilisé par ce dernier à la Bourse soit directement, soit indirectement ; il en est ainsi lorsque, par exemple, le commerçant utilise le crédit qui lui est accordé à rembourser un créancier et que celui-ci achète en Bourse des titres avec le produit de sa créance.

Il est donc impossible de déterminer exactement la nature d'un prêt, les opérations de prêts ne sont que les portes qui permettent aux crédits de pénétrer dans la circulation elles ne donnent aucune indication sur le chemin que ces crédits suivront.

La tutelle des banques n'arrive donc pas, dans ces conditions, à exercer un contrôle qualitatif du crédit. Cet échec d'ailleurs entraîne l'inefficacité du contrôle quantitatif. Les Banques de Réserve ne peuvent pas exercer une action énergique sur l'ensemble des crédits, car pour enrayer la spéculation, elles risquent de pénaliser le commerce et l'industrie.

La difficulté de reconnaître les prêts spéculatifs ne constitue pas d'ailleurs le seul obstacle que rencontrent les Banques de Réserve dans leur politique de tutelle des banques affiliées.

La pression qu'exerce la Banque de Réserve sur les banques affiliées est proportionnelle aux services que les secondes peuvent attendre de la première. Les établissements qui recourent souvent au crédit de Réserve sont plus disciplinés que ceux qui n'y recourent que rarement. Ces derniers jouissent d'une indépendance presque totale et la perspective des bénéfices rapportés par des opérations à des taux élevés a sur leur gestion une influence plus grande que les avertissements des autorités monétaires. A cet égard, l'indépendance des banques non affiliées est complète. La tutelle des Banques de Réserve sur les banques affiliées ne saurait donc avoir un effet sur

le marché monétaire puisque la restriction des opérations des établissements surveillés peut être compensée par l'expansion des opérations des établissements libres.

La pression, en sens inverse, pour amener les banques à développer leurs affaires, se heurte à des difficultés aussi grandes. Lorsqu'une banque conserve des disponibilités inactives ou une marge inutile de crédit, c'est qu'elle ne trouve pas d'emploi suffisamment sûr pour ses fonds, ou qu'elle désire garder une marge de sécurité pour faire face à une crise éventuelle. Dans ce dernier cas, la pression de la Banque de Réserve est efficace car elle assure la banque affiliée d'un appui et lui permet d'utiliser ses disponibilités et son crédit suivant ses habitudes. Dans le premier cas, au contraire, la pression exercée sur la Banque est inefficace car il lui importe peu d'être certaine de trouver un appui pour ses opérations nouvelles si celles-ci risquent de lui faire perdre ses capitaux.

En 1932, malgré la pression des Banques de Réserve, et les facilités de crédit qui leur étaient accordées les banques affiliées n'ont pas développé leurs opérations, la crise bancaire de 1933 a montré que cette prudence n'avait pas été vaine. Pour tenter, malgré les Banques de Réserve et malgré les banques affiliées, d'accroître les crédits en circulation, les autorités politiques ont fondé des institutions officielles qui ont distribué et distribuent encore des crédits directement aux entre-

prises qui veulent bien les accepter. Pour ne rencontrer dans cette politique d'inflation aucune limite, l'étalon-or a été abandonné, et le crédit de l'Etat constitue la base des nouvelles émissions tant fiduciaires que scripturales.

Il serait prématuré de porter un jugement sur l'efficacité de cette politique sur l'évolution financière et économique. D'autre part, l'étude de ces mesures sort du cadre tracé à cette étude ; il importait cependant de les signaler car elles représentent l'aboutissement logique des efforts tentés depuis dix années pour diriger l'évolution économique par des manipulations monétaires. Les échecs successifs des divers procédés utilisés ont toujours conduit à rechercher un procédé plus énergique ; cette recherche a finalement amené en fait la relève des autorités monétaires par les autorités politiques.

CHAPITRE VIII

POLITIQUE DE CREDIT DE 1923 A 1932

Les premières opérations des Banques de Réserve ont coïncidé avec le début de la guerre mondiale ; aussi est-il possible de dire que jamais le Système de Réserve ne s'est trouvé en présence de circonstances normales tant financières qu'économiques. Les hostilités ont provoqué, avant l'entrée en guerre des Etats-Unis des commandes massives à l'industrie américaine dont le règlement a nécessité des importations d'or considérables qui bouleversèrent le marché monétaire. Après la déclaration de guerre de l'Amérique à l'Allemagne, les dépenses nécessitées par la conduite des hostilités ont été réglées grâce à une inflation de crédit dont on ne saurait trouver un précédent dans l'histoire financière. Depuis 1919, le règlement des dettes, les désordres monétaires et la crise actuelle ont provoqué des mouvements importants de capitaux et de métal qui ont désorganisé le marché américain.

Cependant, depuis 1921 environ les autorités du Système de Réserve ont réussi à acquérir, pour diriger les Banques de Réserve, une expérience des conditions nouvelles et changeantes du marché monétaire et une connaissance plus exacte des pouvoirs que leur conférait l'Act de 1913. Les circonstances économiques et financières pendant les années qui ont suivi 1921 n'étaient pas encore tout à fait normales, mais l'ampleur des mouvements de capitaux et des fluctuations économiques ont permis aux autorités monétaires de mieux connaître la puissance et les limites de leur influence.

Il est possible de distinguer, dans l'histoire du Système depuis 1921 jusqu'en 1932 deux périodes : la première part de la liquidation de la crise qui a suivi la guerre et s'étend jusqu'à la fin de 1926 ; c'est une période pendant laquelle la politique de crédit du Système se dégage et prend corps. La seconde commence au début de 1927 et s'étend jusqu'à la création de la Finance Reconstruction Corporation au début de 1932, elle marque l'échec de la politique dégageée pendant la période précédente.

Après les hostilités et les mesures transitoires qui suivirent, la production fut brutalement freinée, et une crise s'ensuivit. L'année 1921 fut celle de la liquidation de la crise : lors des premiers mois, une grande partie des crédits bancaires était gagée par des stocks de marchandises dont la dépréciation avait été rapide ; l'assainisse-

ment fut facilité par des importations d'or considérables, et par le reflux du métal de la circulation vers les Banques de Réserve : le stock d'or de ces dernières s'éleva de 2.059 millions au 30 décembre 1920 à 2.869 millions au 28 décembre 1921. Les banques affiliées utilisèrent ce métal pour rembourser leurs dettes, particulièrement élevées, aux Banques de Réserve. Dans ces conditions, les opérations des Banques de Réserve déclinèrent et le total des actifs productifs atteignit son point le plus bas au mois de décembre ; le montant de la circulation et celui de l'escompte tombèrent à des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis de nombreuses années.

Les années 1922 et 1923 furent celles de la reprise économique et financière. Ce furent surtout les années pendant lesquelles les dirigeants du Système de Réserve acquérèrent à la fois l'expérience du fonctionnement de leur institution, et celle de circonstances plus normales. D'ailleurs le rapport du Conseil de Réserve Fédérale publié en 1924, sur les opérations de 1923 contient l'exposé de la politique du Système de Réserve telle que les théories en cours, l'expérience des dirigeants et surtout les circonstances des deux dernières années l'avaient formée.

Pendant cette période, la reprise économique ébauchée à la fin de 1922, s'affirma : la production tant agricole qu'industrielle augmenta dès 1922, le crédit bancaire se développa en conséquence et les prix s'élevèrent. En

1923, la hausse des prix fut si rapide qu'il fut jugé préférable de prendre les mesures nécessaires pour l'enrayer : ainsi, le début de la période envisagée est marqué par le désir de favoriser une expansion économique et financière, la fin par le désir de la freiner. Dans cette double tentative les autorités du Système se familiarisèrent successivement avec leurs politiques de l'or, de l'escompte et du marché libre, au fur et à mesure qu'elles acquéraient une connaissance plus parfaite du marché monétaire.

L'augmentation considérable du stock d'or pendant ces deux années est le trait dominant de cette période. Les importations massives de métal qui, déjà en 1921 avaient permis aux banques affiliées d'assainir leur situation et de rembourser leurs dettes continuèrent en 1922, et 1923. Le stock monétaire des Banques de Réserve s'éleva en de telles proportions que le niveau de la réserve métallique ne fut plus un indice dont la politique de crédit devait se préoccuper ; au mois de décembre 1922, le pourcentage de la réserve métallique aux engagements s'élevait à 70 %. Cet excès d'or constituait une menace d'inflation, et pour réduire le niveau des réserves les Instituts d'émission répondirent aux demandes de numéraire des banques affiliées par la mise en circulation de certificats d'or et non plus de billets de Réserve fédérale.

De plus, la persistance des importations d'or fut un

des facteurs des décisions modifiant le taux de l'escompte. Ce taux fut abaissé à 4 % sur la place de New-York au moins de juin 1922. Les désirs d'enrayer les importations d'or, d'accroître l'escompte aux Banques de Réserve, de stimuler les affaires s'accordaient pour demander la réduction des taux sur le marché monétaire : il n'y avait pas opposition entre les nécessités de la politique monétaire intérieure et celles de la politique extérieure monétaire, comme cela s'est souvent produit dans la suite e-
dès 1923.

Le taux de l'escompte fut porté à 4 1/2 au mois de février 1923 sur la place de New-York ; cette hausse était demandée depuis plusieurs mois, car le développement des crédits et la hausse des prix ne correspondaient plus au taux de 4%, considéré à cette époque comme particulièrement bas. Cependant, les autorités fédérales craignaient que la hausse sur la place internationale de New-York n'amenât une recrudescence des importations d'or. Cette crainte, semble-t-il, retarda la mesure qui ne fut prise qu'en février.

Le mouvement des prix et de la production obéit dans une certaine mesure à la politique du taux des Banques de Réserve : l'expansion économique et l'élévation des prix suivirent la baisse du taux de l'escompte en 1922, tandis qu'elles marquèrent un recul au printemps de 1923.

En 1922, le volume du crédit de Réserve en circulation

était au point le plus bas qu'il ait connu depuis plusieurs années. Ce fait était dû tant au peu d'activité économique, qu'aux importations d'or qui avaient permis aux banques affiliées de rembourser leurs emprunts. Dans ces conditions les bénéfices des Banques de Réserve étaient très réduits, d'autant plus que l'abaissement du taux de l'escompte les diminuait encore. Pour augmenter le total de leurs actifs productifs, et par là leurs bénéfices, les Banques de Réserve achetèrent des titres sur le marché libre. Suivant le mécanisme décrit au chapitre VI, le volume de l'escompte diminua au fur et à mesure des achats. La politique inverse fut suivie en 1923, et au fur et à mesure des ventes de titres les banques recoururent davantage au réescompte et leur expansion était pénalisée par l'élévation récente du taux de l'escompte. Dans ces circonstances, les Banques de Réserve purent donc expérimenter l'arme nouvelle qui venait de se révéler à eux.

Pendant ces deux années, les Banques de Réserve n'eurent pas seulement la faculté d'expérimenter leur politique de l'or, de l'escompte et du marché libre, mais aussi d'acquérir l'expérience des fluctuations du marché. En dehors des mouvements de longue durée des prix, de l'or, de l'expansion ou de la contraction économique, le marché monétaire américain montre des fluctuations saisonnières.

A la fin de l'été, lors du financement de la récolte, le

marché se tend, il est nécessaire de favoriser les achats aux fermiers par des conditions faciles de crédit : les Banques de Réserve se sont aperçues que des achats d'acceptations constituaient le meilleur procédé pour donner au marché l'aisance dont il avait besoin à cette époque.

A la fin de l'année, l'échéance de décembre et les achats des particuliers, avant les fêtes, créent une demande très importante de circulation et de crédit. On peut estimer à plus de 300 millions la demande supplémentaire de circulation à cette époque. Au mois de décembre, les banques affiliées s'endettent en recourant au réescompte, et la circulation croît. Au mois de janvier, les banques remboursent leurs emprunts et les billets supplémentaires rentrent dans les caisses des banques affiliées d'abord et des Banques de Réserve ensuite. Ce n'est guère que pendant cette période de deux ans, la première d'une stabilité suffisante depuis l'avènement du Système de Réserve, que les dirigeants du Système ont pu mesurer l'importance des fluctuations saisonnières. Jusque-là, ces dernières étaient accrues ou diminuées par le déséquilibre des circonstances économiques et financières. Depuis l'expérience de ces deux années, il est possible de connaître les tendances profondes qui dirigent l'évolution du marché monétaire, car on peut tenir compte et chiffrer, dans les variations de la demande et de l'offre de la monnaie, celles qui sont dues aux fluctuations saisonnières.

L'année 1921 avait montré le processus d'une liquidation financière, les années 1922-1923 montrèrent les conséquences sur l'évolution du crédit d'une expansion économique. Le développement de la production, conséquence habituelle de la liquidation des stocks et du relèvement des prix, provoque une demande de crédits bancaires pour financer la production nouvelle, au fur et à mesure des progrès de l'expansion économique, les demandes de crédit sont plus nombreuses ; les banques les accordent à leurs clients, il en résulte un accroissement général des dépôts en banque et des réserves légales dans la proportion habituelle ; l'augmentation des dépôts et des réserves est le premier stade financier d'une expansion économique. Lorsque les plans et projets qui ont donné lieu aux ouvertures de crédit se réalisent, les bénéficiaires des crédits utilisent les disponibilités qu'ils possèdent en achats, salaires, et l'ensemble des dépôts en banque marque un fléchissement alors que la demande de circulation s'accroît. Les premiers retraits diminuent l'encaisse des banques, les suivants les réserves, pour les reconstituer, les banques affiliées demandent des crédits aux Banques de Réserve ; le second stade financier d'une expansion économique est le développement du crédit de réserve. Mais les retraits des déposants pour régler leurs travaux, les salaires de leurs ouvriers, pour utiliser leurs bénéfices, obligent les banques à demander aux Banques de Réserve, non plus des crédits, mais du numéraire ; le dernier stade financier

d'une expansion économique est une demande accrue de circulation fiduciaire. Chaque dollar retiré par un client à une banque affiliée, oblige cette dernière à demander un dollar de monnaie fiduciaire à la Banque de Réserve : ainsi les ressources du Système sont très rapidement mises en jeu.

A la fin de l'année 1923, les dirigeants du Système de Réserve Fédérale avaient acquis une expérience suffisante des caractéristiques du marché monétaire américain et des procédés de contrôle qu'ils possédaient, ils pouvaient donc tenter d'exercer une action sur l'évolution économique et financière du pays.

De fait, la plupart des auteurs placent le début de la politique de contrôle du crédit en 1924.

L'année 1924 est marquée par un ralentissement très net de l'activité économique. Les prix baissent, la production diminue et le chômage apparaît. Le ralentissement des affaires entraîne une réduction des besoins monétaires et un reflux vers les banques des billets, du métal et des crédits.

D'autre part, des importations d'or accroissent encore les disponibilités et l'indépendance des banques. Le crédit de Réserve en circulation diminue.

1. Les mobiles des décisions des Banques de Réserve ont été en général extraits des rapports annuels et des bulletins mensuels du Conseil de Réserve fédérale.

Pour lutter à la fois contre les importations de métal et l'hésitation des affaires, les Banques de Réserve pratiquent une politique d'inflation malgré les importations continues d'or. M. Miller, membre du Conseil de Réserve Fédérale, déclarait devant la Commission sénatoriale de Banque et de monnaie² : « Le Conseil pensait sortir en 1924 les affaires de leur marasme par une politique avouée de monnaie facile... Il pensait également que cette politique contribuerait au relèvement de la situation internationale du crédit ». Le taux de l'escompte fut abaissé à trois reprises, à 4 % le 1^{er} mai, à 3 1/2 % le 12 juin, à 3 % le 8 août. De janvier à septembre, 510 millions de titres sont achetés sur le marché. Cette politique d'aisance monétaire jointe aux exportations d'or a été souvent citée comme un exemple de l'action efficace des autorités monétaires sur l'évolution économique. Il semble, en effet, que les deux buts poursuivis, arrêt des importations d'or et reprise économique aient été atteints.

A la fin de 1924, les importations d'or se ralentirent et les exportations furent plus importantes : ce renversement des mouvements du métal fut attribué à la baisse générale des taux sur le marché de New-York ; dans la mesure où la baisse du taux officiel avait entraîné la baisse des autres taux, la politique des Banques de Réserve peut être tenue pour responsable de ce ren-

2. H.R.S. Res. 71, *op. cit.*, t. I^{er}, p. 132.

versement heureux. Ce dernier fut, en effet, un des facteurs qui permirent le retour, l'année suivante, de la Grande-Bretagne à l'étalon-or, et par suite un élément d'ordre dans les relations financières internationales.

Mais il est difficile d'affirmer que l'aisance monétaire ait été due à la politique de crédit facile des Banques de Réserve ; en effet, les importations d'or, le reflux de la circulation vers les banques et la stagnation des affaires contribuèrent autant que les achats sur le marché libre à l'aisance du marché monétaire et à l'abaissement des taux. D'autre part, des réductions successives du taux de l'escompte n'ont pas constitué un stimulant pour les banques affiliées, car celles-ci n'ont pas éprouvé le besoin de recourir à l'escompte.

D'autre part, la fin de l'année fut marquée par une reprise des affaires et une hausse des prix. Ce revirement est également souvent attribué à la politique d'argent facile des Banques de Réserve³. Cependant, il apparaît que des circonstances tant économiques que financières indépendantes du marché monétaire américain l'ont favorisé ; une moisson particulièrement abondante aux Etats-Unis a d'autant plus accru le pouvoir d'achat des fermiers américains que des demandes importantes de produits agricoles émanaient d'Europe. De plus, des circonstances monétaires particulières en Extrême-Orient

3. Burgess. Discours devant l'American Acceptance Council, 1928. .

facilitèrent les achats aux Etats-Unis des clients asiatiques.

Quoi qu'il en soit, la reprise amorcée en 1924 se poursuivit régulièrement pendant l'année suivante. Les productions tant industrielles qu'agricoles, se développèrent sans à-coup, les prix demeurèrent stables, et le pouvoir d'achat de toutes les classes de la nation s'accrut. Le rapport du Conseil de Réserve, pour l'année 1925, remarquait que jamais dans l'histoire économique américaine on avait vu un tel développement sans tendance spéculative parallèle. Le même rapport déclarait que la politique de crédit du Système avait été basée pendant cette année-là, sur les statistiques économiques et financières.

Il semble qu'une double tendance ait inspiré cette politique. Les dirigeants du Système ont d'abord cherché à réduire les importations renaissantes d'or, pour permettre à la Grande-Bretagne de réaliser la convertibilité de sa monnaie. En même temps, ils cherchèrent à stabiliser le marché monétaire américain en maintenant un contact étroit entre celui-ci et les Banques de Réserve.

Pendant le mois de janvier le reflux habituel de la circulation vers les Banques fut plus grand que d'habitude. Les banques disposèrent donc d'un excédent de disponibilités; une partie en fut absorbée par des exportations d'or; mais le reflux fut plus important que les exportations, les banques affiliées utilisèrent l'excédent à rem-

bourser leur endettement aux Banques de Réserve ; leur indépendance et celle du marché s'accrurent ; pour regagner sur eux leur autorité, les Banques de Réserve procédèrent à des ventes de titres pour 200 millions : la marge d'excédent fut ainsi absorbée et le contact maintenu entre le marché monétaire et les autorités de Réserve Fédérale. Les Banques affiliées recoururent, en effet, au réescompte ce qui indiquait, ainsi que cela à été expliqué au chapitre VI, un ajustement suffisant entre les demandes et les offres sur le marché monétaire.

De même les opérations du Trésor ont donné lieu à des compensations diverses pour annihiler les règlements des impôts ou le remboursement des emprunts. Pendant le mois qui a précédé un remboursement les Banques de Réserve ont laissé fléchir les réserves légales des banques affiliées, lors du remboursement, elles ont exigé que ces dernières complétassent leurs réserves, ce qui eut pour résultat d'absorber une partie des fonds mis en circulation par le Trésor, l'autre partie fut absorbée par des ventes de titres.

Ces préoccupations d'éviter les fluctuations brutales du marché monétaire ne furent pas exclusives, et les Banques de Réserve tinrent compte également des mouvements de longue durée du crédit.

L'année 1925 a marqué un développement très rapide du crédit bancaire ; seulement une tendance spéculative est apparue ; en effet, les prêts commerciaux restèrent

stationnaires, alors que les prêts sur titres et les prêts sur immeubles bénéficièrent de la totalité du crédit nouvellement créé. Pour lutter contre cette tendance, les Banques de Réserve procédèrent à des ventes de titres celles-ci leur permirent de garder un contact étroit avec le marché monétaire, mais non d'enrayer le développement malsain du crédit. Les taux de l'escompte furent élevés dans tous les districts à 4 %, sauf à New-York où il demeura à 3 1/2 %. Les nécessités de la politique monétaire extérieure s'opposèrent à une action plus énergique. Les Etats-Unis désiraient en effet favoriser le retour de la Grande-Bretagne à l'étalon-or, et pour provoquer un afflux d'or de tous les pays producteurs et exportateurs vers Londres, maintinrent des taux réduits sur le marché international de New-York.

Le Conseil de Réserve Fédérale espérait que le retour de l'Angleterre à la convertibilité aurait été suivi d'un retour général à l'étalon-or et d'une distribution nouvelle du stock métallique entre les divers instituts d'émission. Le rapport du Conseil pour l'année 1925 dit ⁴ que « la restauration de l'étalon-or permet de croire que les « mouvements du métal seront désormais soumis aux « influences qui les dirigeaient avant la guerre et qu'ils « exerceront leur puissance modificatrice qui s'est ré- « vélée le meilleur rempart contre un développement « malsain du crédit ».

Cette politique de monnaie facile fut très critiquée à

4. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, p. 2, 1925.

l'époque et actuellement encore, la majorité des commentateurs de la politique de crédit américaine s'accorde pour la condamner. Cependant, les événements immédiats semblent au contraire la justifier. En effet, la tendance spéculative disparut dès les premiers mois de 1926 ; l'action restrictive des ventes de titres au cours de l'année 1925 peut revendiquer le mérite de cet assainissement.

L'année 1926 offre l'exemple d'une période de grande stabilité économique et financière : la tendance spéculative de 1925 ne se manifeste plus, le crédit se développe assez vite mais normalement, de plus, les prêts commerciaux s'accroissent, tandis que les prêts sur titres diminuent ; enfin, les mouvements d'or furent très petits dans les deux sens. Dans le domaine économique, les circonstances ne sont pas moins favorables. La production s'accroît les prix ne s'élèvent pas. Cependant, un certain ralentissement de l'activité économique se manifeste au mois d'avril. A cette époque, un léger déclin des prix et un début de chômage ont déterminé une action de la Banque de Réserve de New-York pour enrayer le ralentissement. Le taux de l'escompte fut abaissé sur cette place à 3 1/2 %, le 23 avril, et cette réduction fut accompagnée d'achats de titres sur le marché. Le 13 août, le taux fut ramené à 4 1/2 à New-York et des ventes de titres rendirent cette hausse effective ; le retour aux conditions de crédit du début de l'année s'expliquait par la reprise des affaires consécutives aux mesures

prises en avril et par une tendance spéculative qui se manifestait à nouveau sur les marchés financiers.

* * *

On peut considérer qu'en 1927 commence une nouvelle phase de la politique du Système de Réserve Fédérale : les années précédentes, le Conseil a mis au point un ensemble de mesures qui lui ont permis d'intervenir dans l'évolution du crédit et de la vie économique ; des expériences réalisées notamment en 1924 et 1926, ont tour à tour freiné et stimulé l'expansion économique et financière. A partir de 1927, les interventions des Banques de Réserve n'ont pas obtenu le même succès, les forces qui dirigent l'évolution tant économique que financière se sont révélées plus puissantes que les efforts des Banques de Réserve. Jusqu'en 1929, ces dernières ont tenté d'enrayer une expansion spéculative du crédit et n'y sont point parvenues. A partir de 1930, elles ont cherché à stimuler, en vain, l'activité économique.

C'est à la fin de 1927 que se trouve le point de départ du développement des crédits spéculatifs qui aboutirent à l'effondrement du marché des valeurs en 1929. Au début de l'année, la reprise économique amorcée à la fin de 1926 se confirma et jusqu'au milieu de l'été la production industrielle fut active et les prix demeurèrent stables. Dès le mois de juillet, un ralentissement nouveau de l'activité économique se manifesta. D'autre

part, à partir du mois d'août, les mouvements de l'or se renversèrent et des exportations de métal réduisirent jusqu'à la fin de l'année le stock d'or des Etats-Unis de 150 millions; la stabilisation de fait du franc amenait la Banque de France à liquider les devises étrangères qu'elle possédait à New-York et à importer en France le métal obtenu.

Dans ces conditions, les Banques de Réserve poursuivirent une politique d'aisance monétaire dans le triple but : de stimuler l'activité économique ralentie, de compenser les sorties d'or, et aussi de favoriser par des conditions faciles de crédit, les achats étrangers aux Etats-Unis.

Il importe de noter deux considérations qui eurent au cours de l'année une influence sur les décisions des autorités monétaires. Les stabilisateurs avaient réussi à faire discuter leurs théories dans les Commissions parlementaires, lors de l'examen du Strong Bill auquel il a été fait allusion au chapitre II. Ces théories étaient appuyées par une partie de l'opinion qu'inquiétait le ralentissement économique et la baisse des prix et par certains fonctionnaires du Système que les succès de la politique d'intervention en 1924 et 1926 avait convaincus. D'autre part, l'année suivante 1928 était une année d'élection présidentielle et le désir de maintenir à tout prix la prospérité jusqu'aux élections poussèrent les autorités politiques à préconiser au cours de 1927 une politique de facilité monétaire.

Le taux de l'escompte fut abaissé de 4 à 3 1/2 % au mois d'août à toutes les Banques de Réserve ; le Système fit procéder à des achats considérables de titres du mois de juin au mois d'octobre.

De nombreuses disponibilités furent ainsi mises à la disposition des banques qui les utilisèrent pour développer leur crédit : les dépôts en Banque s'accrurent pendant les six derniers mois de l'année de 2 milliards et demi. Le commerce ne bénéficia pas de ces facilités : les prêts commerciaux, en effet, diminuèrent de 4 % pendant l'année ; les prêts spéculatifs et les immobilisations, absorbèrent le crédit créé : les prêts immobiliers s'accrurent de 276 millions, les prêts sur titres de 900 millions et les placements de 800 millions. D'autre part, les conditions faciles de crédit incitèrent les grandes entreprises à émettre des obligations pour financer leurs opérations courantes ou des travaux de premier établissement ; 7 milliards 1/2 d'émissions nouvelles furent souscrites aux Etats-Unis en 1927. Les entreprises possédèrent donc dès cette année, des disponibilités abondantes dont elles pouvaient librement disposer. Elles recoururent, dans une mesure plus réduite, aux banques pour financer leurs opérations. Les banques américaines, dans l'ensemble, perdirent certains de leurs débouchés commerciaux : une partie des disponibilités du marché monétaire échappait de ce fait au contrôle des banques et indirectement à celui du Système de Réserve, pour venir se placer sous celui des grandes entreprises commerciales

et industrielles du pays. Ce mouvement s'amplifia pendant les deux années suivantes et à la veille de la chute des cours en Bourse les grandes entreprises disposaient de fonds abondants qu'elles investissaient en prêts aux brokers, c'est-à-dire en prêts à la spéculation. Ainsi, les prêts aux brokers s'accrurent surtout des fonds qui échappaient au contrôle des banques; c'est une des raisons qui expliquent l'inefficacité de la politique de contraction monétaire, poursuivie de 1928 à 1929.

Dès la fin de 1927, les Banques de Réserve cessèrent d'acheter des titres pour compenser les sorties d'or, car les demandes de crédit commercial déclinaient sans cesse, et il devenait évident que les facilités nouvelles de la circulation étaient utilisées en prêts spéculatifs; l'opinion que le crédit avait été trop abondant pendant l'année commençait à prévaloir dans les cercles officiels du Système de Réserve. A partir de 1928, les dirigeants du Système de Réserve veulent enrayer l'expansion des crédits. En 1928, ils cherchent à atteindre leur but par des hausses successives des taux et des ventes de titres, en 1929, ils recourent aux procédés de persuasion et de pression directe.

En 1928, du mois de janvier au mois de juillet, le taux de l'escompte est élevé par paliers de 3 1/2 à 5 %. Le portefeuille de titres, pendant cette même période passe de 600 à 250 millions. Les banques affiliées furent contraintes par ces ventes de recourir au réescompte à un taux élevé; elles freinèrent en conséquence leurs

prêts sur titres. Mais à la fin de l'année, pour faire face à la demande saisonnière, les Banques de Réserve achetèrent des acceptations, l'aisance ainsi accordée au marché provoqua une nouvelle expansion du crédit spéculatif. Les Banques de Réserve avaient décidé d'acheter des acceptations parce que ces papiers représentaient des transactions commerciales ; mais lorsque la tendance générale vers la spéculation est aussi forte qu'elle l'était à la fin de 1928, il n'est pas possible de diriger les fonds versés dans le marché monétaire ; les achats d'acceptations ont servi à financer des opérations spéculatives, aussi bien que l'auraient fait des achats de titres fédéraux.

Pendant l'année prise comme un tout, les banques de New-York, place la plus importante de la spéculation, accrurent leurs avances aux brokers de 1.700 millions. Sur cette somme 400 millions seulement représentent les prêts qu'elles ont consentis pour leur compte, et 1.300 millions ceux qu'elles ont dû accorder sur l'ordre et pour le compte de leurs clients.

Les prêts aux brokers sont immédiatement utilisés en achats de titres et par conséquent ne servent pas à créer de nouveaux dépôts comme les prêts commerciaux ; les prêts spéculatifs ne conduisent donc pas à un accroissement des réserves légales ; ils échappent donc totalement au contrôle du Système de Réserve Fédérale.

Malgré cet accroissement des crédits spéculatifs, la demande ne fut pas satisfaite et le taux des prêts sur

titres s'éleva à New-York de 4,38 % en décembre 1927 à 8,60 % en décembre 1928, entraînant avec lui tous les autres taux du marché monétaire.

La hausse des taux sur le marché de New-York attira sur cette place des capitaux considérables, de l'intérieur du pays et de l'étranger, ces disponibilités nouvelles contribuèrent en 1928, en 1929 à affaiblir le contrôle des autorités monétaires. Cette hausse des taux est la caractéristique de l'année 1928.

L'année 1929 marque une aggravation des tendances de l'année précédentes, brusquement interrompue par l'effondrement de la Bourse au mois d'octobre. La hausse continue des valeurs incitait les spéculateurs en nombre sans cesse croissant à emprunter de l'argent à vue pour acheter des valeurs et bénéficier de la différence entre la hausse de ces titres et l'intérêt qui leur était demandé. La demande de disponibilités à vue s'éleva en 1929 à une cadence plus rapide encore que les années précédentes, le taux de l'argent à vue atteignit en conséquence 17 % au début de l'été. Le Conseil de Réserve Fédérale n'éleva le taux de l'escompte à 6 % qu'au mois d'août ; en effet, il craignait de paralyser le commerce et l'industrie par l'élévation des taux commerciaux ; il préféra exercer une politique de pression sur les banques affiliées, politique dont le mécanisme et les résultats furent étudiés au chapitre VII. Cependant du mois de janvier 1928 au mois d'avril 1929, des ventes de titres

massives furent effectuées pour tendre la situation sur le marché monétaire. Pendant cette période, 400 millions de dollars furent, par ce procédé, retirés du marché sans obtenir de résultats appréciables : à partir du mois de mai, les Banques de Réserve cessèrent de vendre des titres parce qu'elles n'en possédaient plus suffisamment : à la veille de la crise, leur portefeuille était réduit à 150 millions.

La hausse des taux provoqua des importations d'or qui accrurent les disponibilités du marché, les prêts aux brokers s'élevèrent à un niveau que l'on n'aurait pas pu soupçonner un an auparavant, et le cours des valeurs gagna 25 %, pendant les seuls mois d'août et de septembre. Dans ces conditions, la hausse continue des cours était la seule digue contre l'effondrement financier du pays, digue très fragile qui était d'ailleurs sur le point d'être submergée.

Les Banques de Réserve se rendirent compte qu'elles ne pouvaient plus maîtriser le mouvement et limitèrent leur politique au maintien à l'intérieur du Système d'une situation saine capable d'aider efficacement à la liquidation de la crise imminente.

La crise éclata au mois d'octobre : des retraits de fonds anglais consécutifs à la faillite d'une compagnie financière de Londres, renversèrent le mouvement ascensionnel de la Bourse : les spéculateurs à la hausse durent liquider leurs positions et la panique accéléra le mouvement de baisse : à la fin d'octobre, les titres cotés avaient en moyenne perdu 40 % de leur valeur.

La dépréciation des garanties entraînait l'insolvabilité des clients de nombreuses banques : le Système de Réserve pour éviter que la crise boursière n'entraînât l'effondrement financier de tout le pays, se porta au secours des banques en difficultés.

En une semaine, les Banques de Réserve achetèrent 150 millions de titres et escomptèrent avec libéralité tous les papiers qui leur étaient présentés et qui remplissaient les conditions nécessaires. D'octobre à décembre, les achats de titres s'élevèrent à 560 millions ; le taux de l'escompte fut abaissé de 6 % à 5 % le 1^{er} novembre, puis à 4 % au début de 1930. Ces conditions faciles de crédit de réserve permirent aux banques affiliées de New-York dont la situation était plus saine que celle des autres banques de prendre à leur charge une partie des prêts aux brokers accordés par l'ensemble des prêteurs et de les liquider. Cette déflation détruisit 4 milliards de crédit en moins de 3 mois.

La liquidation de la crise financière et un ralentissement général de l'activité économique ont marqué les années 1930 et 1931.

Une crise économique particulièrement grave a suivi la chute de la Bourse ; mais il est peu vraisemblable que la première ait été la conséquence de la seconde ; en effet les années précédentes avaient déjà enregistré les symptômes très nets d'un déclin de l'activité tant industrielle que commerciale ; la production n'avait été maintenue

en 1927 et 1928 que grâce à la prospérité du commerce de détail soutenu par les bénéfices élevés de la spéculation. Après la chute de la Bourse non seulement ce soutien disparut, mais les pertes réalisées par l'ensemble de la population américaine diminuèrent la consommation générale et freinèrent brusquement la production. Les prix baissèrent de 40 % en moins de trois mois, le chômage fit son apparition dès la fin de 1929. Pendant les deux années suivantes la situation s'aggrava et les autorités tant monétaires que politiques se préoccupèrent de rendre à l'industrie, au commerce et à l'agriculture, une activité normale.

La politique financière des Banques de Réserve s'inspira de cette préoccupation. Au mois de janvier 1930 la liquidation bancaire n'était pas encore terminée ; les Banques de Réserve veillèrent jusqu'au printemps à l'annulation des actifs sans valeur ; mais à partir de cette époque, le Conseil de Réserve fédérale voulut susciter une nouvelle expansion de crédit pour stimuler l'activité économique.

Le taux de l'escompte qui avait été maintenu à 4 % à New-York jusqu'au 15 mars 1930 pour activer la déflation, fut abaissé par paliers successifs à 2 1/2 au mois de juin de la même année et à 1 1/2 au mois de mai 1931. Des achats de titres furent réalisés pour 550 millions en 1930 et 540 en 1931. Il importe de remarquer que ces achats furent surtout effectués pour le compte du Système de Réserve, c'est-à-dire du Conseil de Réserve fédé-

rale et non pour celui des Banques de Réserve. Le portefeuille du Système de Réserve qui contenait 150 millions de titres fédéraux au mois de septembre 1929 s'éleva à plus de 900 millions en décembre 1931. Mais les statistiques révèlent que le total des portefeuilles des Banques de Réserve demeura aux environs de 200 millions pendant toute cette période, tandis que les achats pour le compte du Système s'élevèrent aux environs de 600 millions. Les Banques de Réserve préférèrent acheter des acceptations car elles pensaient favoriser plus directement l'activité commerciale. Ces achats pour le compte du Système marquent une volonté bien délibérée d'accroître la circulation monétaire; or, la situation financière n'exigeait pas un tel élargissement du crédit. En 1930, en effet, des importations d'or assez importantes ont donné au marché monétaire une aisance suffisante; de plus le ralentissement des affaires réduisit la demande de crédit et fit refluer vers les banques une partie de la circulation métallique et fiduciaire : le marché monétaire était donc particulièrement abondant. La situation des banques privées, au cours de ces deux années reflètent ces circonstances extérieures. Les banques affiliées maintinrent des réserves supérieures aux prescriptions légales. Le ralentissement économique et l'aisance monétaire provoquèrent dans la plupart des banques une abondance de disponibilités alors que les demandes de prêts diminuaient sans cesse. Pour utiliser cependant leurs ressources croissantes, les banques ache-

tèrent des valeurs et des participations et immobilièrent ainsi une partie de leurs actifs. Alors que les prêts commerciaux et les prêts sur titres diminuaient de 8 milliards en deux ans, les placements des banques s'élevaient de 3 milliards.

L'abondance et le bon marché des crédits tant aux Banques de Réserve où le taux de l'escompte était maintenu à 1 1/2 qu'aux banques privées où le taux de l'argent à vue était descendu à 1 3/4, ne stimulèrent pas le commerce; les demandes de crédit diminuèrent, en deux ans, de plus de 10 milliards. Le surplus de crédit servit à accroître les portefeuilles de valeurs et de participations des banques. Cet accroissement des immobilisations des actifs bancaires apparaît donc comme la conséquence directe de la politique de crédit facile du Système de Réserve; il devait s'avérer particulièrement regrettable à la fin de l'année 1931.

Deux événements extérieurs ont marqué les six derniers mois de l'année 1931 : le moratoire allemand et l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre. Le moratoire a particulièrement touché les banques américaines qui possédaient beaucoup de papiers allemands; les placements américains en Allemagne ont été, en effet, évalués à 9 milliards de dollars dont 3 milliards à court terme (acceptations 1.405 millions, court terme proprement dit 1.738); les immobilisations des actifs bancaires s'accrurent de ces crédits gelés. Beaucoup de banques se

trouvèrent de ce fait en difficultés et certaines firent faillite. L'inquiétude gagna le public et un mouvement de retrait des dépôts prit naissance au milieu de 1931.

La chute de la livre vint aggraver ce mouvement ; les titulaires étrangers des dépôts dans les banques américaines, craignant une dépréciation analogue du dollar rapatrièrent leurs fonds ; des exportations d'or vinrent alors accroître les difficultés des banques.

D'une part certains de leurs actifs étaient immobilisés, d'autre part les dépôts diminuaient et le marché monétaire se tendait par suite des exportations d'or : les Etats-Unis subissaient une crise bancaire particulièrement grave ; au mois de décembre, la demande saisonnière de crédit vint accroître la tension du marché.

Dès le mois d'octobre les autorités fédérales pour garder des réserves libres élevèrent le taux de l'escompte à 2 1/2 puis à 3 1/2 %, et s'efforcèrent de porter secours aux banques en difficultés lors de la crise par l'achat de 500 millions de titres fédéraux et par une politique libérale d'avances et de crédit.

A la fin de 1931 et au début de 1932 les autorités de Réserve fédérale rencontrèrent deux limites à leur politique de secours au système bancaire du pays. Les Banques de Réserve ne pouvaient consentir des avances que dans la mesure où celles-ci ne compromettaient pas leur propre situation ; or les banques affiliées ne possédaient souvent que des actifs dont la valeur était incertaine ou

l'échéance trop éloignée : dans ces conditions, elles ne recevaient aucune aide des Banques de Réserve. D'autre part, les facultés d'émission risquaient d'être épuisées ; en effet, la réduction du volume des effets de commerce qui entraient pour 60 % dans la couverture des billets de Réserve, contraignait les Instituts d'émission à remplacer dans la couverture des billets le papier de commerce défaillant par de l'or : mais les exportations de métal et l'accroissement de la demande de circulation risquaient d'épuiser ce qui restait d'or libre.

Pour écarter ces deux limites à l'action du Système de Réserve, deux ordres de mesures ont été prises. Des établissements de crédit furent créés et la loi réglant l'émission des billets fut modifiée.

Dès le mois d'octobre 1931, la National Credit Corporation fut fondée par un groupe de banques américaines pour escompter les actifs immobilisés mais sains des banques qui le demanderaient. Le 22 janvier 1932, le Président Hoover promulguait la loi qui instituait la Reconstruction Finance Corporation, dont le but était d'accorder des crédits non seulement aux banques mais aux entreprises qui accepteraient de les recevoir ; de plus des établissements de crédit agricole et immobilier furent successivement créés au cours de 1932.

D'autre part, le Congrès vota à la fin de février la loi Glass qui autorisait l'émission des billets de Réserve fédérale gagés par des titres fédéraux. Dès le mois de juin, les Banques de Réserve utilisèrent cette faculté.

Il serait prématuré de juger cette politique d'inflation scripturale et fiduciaire qui se poursuit encore actuellement à un rythme accéléré depuis le printemps 1933. D'autre part, elle est moins l'œuvre des autorités monétaires des Banques de Réserve que celle des Pouvoirs Publics ; elle a provoqué d'ailleurs des modifications profondes de l'organisation financière américaine. Ces raisons suffisent à justifier l'arrêt de cette étude aux premiers mois de 1932 qui marquent précisément la relève des autorités monétaire par les Pouvoirs Publics.

CHAPITRE IX

CONCLUSIONS

A tous les âges de l'Histoire, les Pouvoirs Publics se sont partout réservés le contrôle de la circulation monétaire : ils possédaient le droit de frappe lorsque le métal constituait le seul intermédiaire des échanges, ils ont revendiqué le droit de disposer du privilège d'émission lorsque le billet de banque s'est vulgarisé. Aujourd'hui, le développement du crédit a élevé les dépôts bancaires à la fonction monétaire ; on peut considérer la tentative de contrôle du crédit poursuivie aux Etats-Unis comme la première revendication des pouvoirs des gouvernements sur une forme nouvelle de la monnaie.

La monnaie doit être non seulement l'intermédiaire des échanges, mais l'arbitre indépendant et désintéressé des valeurs : le rôle de l'Etat vis-à-vis d'elle consiste à maintenir son intégrité matérielle, et à assurer l'indépendance de son jeu : ce n'est que dans la réalisation de ce programme que l'Etat trouve la justification des

pouvoirs monétaires qui lui sont reconnus. Cependant, la plupart des gouvernements ont utilisé ces pouvoirs à leur profit. Nombre de Trésors Publics ont bénéficié et bénéficient encore de l'altération du titre et du poids des pièces, des avances des Instituts d'émission. Le contrôle du crédit n'a pas encore apporté d'avantages substantiels aux Etats; il semble que son exercice se soit jusqu'ici limité à des buts d'intérêt général et non particulier.

Pourtant certaines critiques qui ont été dans le passé formulées à l'égard des manipulations monétaires des gouvernements ont été reprises sous une forme nouvelle et adressées à l'expérience américaine du contrôle du crédit. En effet, dans la mesure où le contrôle du crédit tend à modifier l'évolution des prix et par suite la valeur de la monnaie, il encourt les mêmes critiques que celles qui ont été adressées à l'altération du titre et du poids des pièces métalliques, et aux avances des Instituts d'émission. Comme ces derniers procédés, il fait dépendre la valeur de la monnaie non plus d'un fait matériel et constant, mais du jugement arbitraire d'hommes passibles d'erreurs et de passions.

Dans ces conditions, une question préliminaire se pose avant tout jugement de l'expérience décrite dans les chapitres précédents : dans quelle mesure une politique de contrôle du crédit est-elle souhaitable ? Deux ordres de considérations ont fait préconiser cette politique : l'incapacité prétendue de l'or à suivre l'évolution écono-

mique, le désir d'une stabilité tant économique que financière. Il importe donc d'étudier successivement ces deux points.

Le chapitre I^{er} a rappelé comment les partisans des théories nouvelles reprochaient à l'or de ne pas s'adapter aux variations de l'activité économique. Cependant, tant la production du métal que son utilisation possèdent la souplesse nécessaire.

La production des mines n'a pas la rigidité qui lui est souvent attribuée ; lorsque le métal est insuffisant pour satisfaire les besoins monétaires, sa valeur s'accroît, les prix baissent, mais la production est stimulée puisque les acheteurs de métal sont disposés à payer l'or avec plus de marchandises : les mines en activité reprennent l'exploitation de gisements anciens qui n'étaient pas suffisamment rémunérateurs, adoptent de nouveaux procédés, des mines anciennes reprennent leurs extractions. Lorsqu'au contraire l'or est surabondant, sa valeur baisse et sa production est progressivement freinée.

D'autre part, l'or a une utilisation industrielle à côté de son utilisation monétaire : ce fait lui assure un marché plus large et plus stable : lorsqu'il est produit en quantité supérieure aux besoins monétaires, sa valeur décroît, mais la demande émanant de l'industrie augmente, car il trouve des débouchés nouveaux ; lorsqu'au contraire son prix s'élève, son utilisation industrielle diminue et des alliages prennent sa place dans les différentes fabrications où il était employé. La hausse et la baisse

de l'or sont ainsi freinées, ses excédents de production absorbés, ses déficits compensés.

Mais c'est dans la fonction monétaire elle-même que l'utilisation de l'or possède la plus grande souplesse. Le même stock métallique permet d'assurer un nombre de transactions variables suivant le degré du perfectionnement financier et la vitesse de la circulation monétaire dans les divers pays aux diverses époques.

La circulation monétaire est égale au stock d'or lorsqu'il n'existe ni billets ni dépôts ; elle est deux, trois ou quatre fois supérieure suivant les règles de la couverture lorsqu'il existe un Institut d'émission, elle peut être dix, vingt et même cent fois supérieure lorsque le développement du crédit permet aux dépôts de jouer le rôle d'intermédiaires dans les échanges. Dans ce dernier cas, lorsque les crédits sont sains, qu'ils représentent des marchandises, des opérations réelles, on peut soutenir que les marchandises et les services s'échangent entre eux, la monnaie n'est plus un intermédiaire, mais l'ensemble du Système bancaire forme une vaste Chambre de compensation des transactions : les crédits s'annulent réciproquement, à la liquidation, si on arrêta la vie économique et financière, il ne devrait rien rester. Dans ces conditions, le rôle de l'or apparaît double ; il constitue d'abord l'étalon des valeurs ; il sert, en outre, de garantie éventuelle aux transactions ; en cas de défaillance, il est apte à remplacer dans les compensations générales, une marchandise quelconque ; si l'ensemble du

crédit est sain, une telle éventualité sera rare. Ainsi, la multiplication des moyens de paiement ne nécessite pas un accroissement antérieur du stock métallique.

De plus, si les circonstances l'exigent, si le besoin de disponibilités est très grand, chacun utilise plus rapidement les fonds qu'il possède et la vitesse de circulation des diverses catégories de monnaie est plus grande : lorsque les affaires sont actives, les billets et les dépôts circulent très rapidement ; pendant les périodes de dépression, les particuliers et les entreprises conservent, au contraire, des disponibilités importantes ; la thésaurisation n'est, en dernière analyse qu'un ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie.

Il paraît donc évident que grâce à la souplesse de la production de l'or, à la souplesse de son utilisation, le progrès économique et le développement des transactions ne sauraient être entravés par une déficience des réserves métalliques.

L'indépendance du volume de la circulation monétaire, vis-à-vis du stock d'or, permet donc aux partisans du maintien de l'étalon-or de préconiser cependant une politique de stabilisation des prix et de la production économique.

La stabilisation de la production doit s'entendre dans un sens très relatif ; elle signifie son accroissement constant : en considérant le volume de la production à la fin du siècle dernier et son volume actuel, il semble que le

meilleur parti possible a été tiré des circonstances économiques et des possibilités de la science. Cependant, la crise présente marque une régression des progrès antérieurs, et les stabilisateurs en général estiment que cet arrêt et ce recul sont dus à des fluctuations de prix et demandent la stabilisation des prix pour parvenir à un accroissement continu de la production et du progrès.

Mais il semble que les variations des prix, dans un sens comme dans l'autre, ont été souvent des stimulants de la production et du perfectionnement de la technique. L'abaissement des prix de revient dans des circonstances de concurrence libre, provoque la diminution des prix de vente et met à la portée d'un plus grand nombre des produits autrefois réservés à une catégorie plus étroite de consommateurs. Les stabilisateurs demandent, il est vrai, le maintien des prix en général et non pas celui des prix individuels ; mais l'abaissement successif des prix de produits divers doit entraîner au bout d'un certain temps la réduction du niveau général des prix : s'opposer à la baisse des prix c'est s'opposer à l'accroissement de la consommation. La baisse des prix rend la concurrence plus âpre et stimule l'esprit d'invention : des procédés nouveaux et plus économiques de fabrication sont souvent nés des difficultés d'adaptation d'une industrie à des prix en baisse.

La hausse des prix stimule l'esprit d'initiative, encourage la création de nouvelles affaires, crée des béné-

fices plus importants, favorise la constitution de l'épargne. Les mouvements alternatifs de hausse et de baisse des prix vivifient sans aucun doute l'activité économique. Il ne peut s'agir ici de soutenir un paradoxe, il est évident que des fluctuations de prix, analogues à celles que le monde subit pendant les périodes de crise sont tout à fait préjudiciables à l'activité économique. Mais il semble tout aussi évident que la stabilité absolue des prix enlèverait, tant à la production qu'à la consommation, tout stimulant. Dans ces conditions, la politique de contrôle du crédit doit s'efforcer moins de réaliser la stabilisation des prix que de combattre les mouvements exagérés de hausse ou de baisse.

Après la question de savoir s'il est souhaitable de stabiliser l'évolution économique et financière, il importe de poser celle de savoir s'il est possible de réaliser ce programme par des manipulations monétaires.

* * *

A cet égard, la politique américaine du crédit, de 1923 à 1932 est particulièrement instructive, elle permet de contrôler par l'expérience des faits passés la possibilité d'une stabilisation économique et financière par des procédés monétaires; en effet, elle montre que le double échec enregistré dans cette tentative de freiner, puis de stimuler l'expansion des affaires et des prix n'est pas seulement dû à des causes particulières aux circonstances

et aux Etats-Unis mais aussi à des obstacles d'ordre plus général et permanents.

Des mouvements exceptionnels de capitaux et de métal sont venus pendant l'expérience américaine bouleverser le marché monétaire ; jusqu'en 1929, les importations d'or ont libéré, il est vrai, les Banques de Réserve des considérations de proportion entre l'émission et les réserves, mais elles ont donné aux banques privées et aux particuliers une indépendance qui a rendu illusoire le contrôle du Système. En 1931 et 1932 les exportations d'or ont réduit les possibilités d'expansion du crédit, la crainte qu'elles ne limitent l'émission de la monnaie fiduciaire fut un des facteurs qui amenèrent les autorités politiques à suspendre la convertibilité. Les exportations d'or ont été moins la conséquence des circonstances que celle de la politique financière suivie : le développement malsain des crédits n'a pas permis leur liquidation salubre, la contre-partie des crédits immobilisés ou détruits a nécessité un recours au métal plus grand que d'habitude ; la réduction consécutive du stock d'or libre a provoqué un mouvement de défiance, la thésaurisation et les exportations de métal.

Les autorités monétaires n'ont pas réussi à exercer un contrôle effectif sur le marché monétaire parce qu'une partie trop importante des disponibilités échappait à leur influence. Les ressources propres du Système sont insuffisantes ; d'autre part, elles ne sont utilisées que

partiellement ; les banques affiliées ne recourent à l'es-compte que dans une mesure trop étroite pour être soumises au contrôle des Banques de Réserve ; les banques libres sont trop nombreuses et trop indépendantes. Les opérations des Banques de Réserve ne constituent qu'une fraction trop petite du total des transactions financières pour imposer leur taux au marché.

Enfin l'esprit même du monde des affaires aux Etats-Unis est un obstacle à une politique de contrôle du crédit les Américains semblent se contenter des apparences et ne chercher que dans une mesure réduite les réalités profondes. Ils possèdent aussi un penchant très net pour le jeu et la spéculation. Cette double tendance a conduit les autorités tant politiques que monétaires à provoquer directement la hausse des prix, alors que celle-ci est la résultante d'une foule de facteurs divers, dont la monnaie n'est pas le plus important. Elles ont ainsi cherché moins à développer la production et la consommation suivant un équilibre rigoureux, et davantage à susciter des différences de cours fructueuses.

Cependant des obstacles généraux qui se retrouveraient à d'autres époques et dans d'autres pays, ont contribué dans une large mesure à l'échec de la tentative américaine, certains sont d'ordre technique, d'autres d'ordre politique.

Dans un équilibre monétaire donné il est très difficile de modifier un élément de la circulation, ou l'ensemble

de la circulation, sans entraîner des réactions compensatrices qui annulent l'effet d'abord produit. Les opérations sur le marché libre ont mis ce fait en relief ; les fonds ajoutés au marché par les achats de titres en sont retirés par une réduction de l'escompte, inversement les contractions de la circulation réalisées par des ventes de titres sont annulées par les accroissements consécutifs de l'escompte. De même les importations et les exportations d'or sont souvent compensées par les emprunts ou les remboursements des banques affiliées aux Banques de Réserve.

Lorsque cependant l'ensemble du volume monétaire subit une fluctuation, les effets de cette dernière sont en partie annihilés par une modification compensatrice de la vitesse de circulation. Après la crise de 1929 aux Etats-Unis, les importations d'or, les achats sur le marché libre, les facilités du crédit n'ont pas produit les effets attendus parce que les fonds ont été thésaurisés et les dépôts inutilisés ; le chômage des dépôts et la thésaurisation sont deux caractéristiques d'un ralentissement de la vitesse de circulation.

Il semble donc que l'utilisation des disponibilités monétaires dépende non pas de l'importance de ces disponibilités, mais du besoin des affaires. Les entreprises n'utilisent les disponibilités à leur portée que si elles sont assurées de trouver des débouchés rémunérateurs, ces derniers reposent étroitement sur les dispositions du public, c'est-à-dire sur des considérations psychologiques : la

confiance et la défiance dirigent l'évolution économique avec plus de force que les autorités monétaires.

A un moment donné le besoin de monnaie et de crédit est nettement déterminé, si les disponibilités à la disposition du marché ne correspondent pas aux demandes, des troubles plus ou moins graves sont la rançon de ce mauvais ajustement.

Si l'offre de crédits est inférieur à la demande des affaires, son prix s'élève, sa circulation est plus rapide, l'organisation financière est stimulée et se perfectionne, le volume du crédit disponible s'accroît ; le crédit répond toujours à la demande des affaires.

Mais la réciproque n'est pas exacte. Lorsque les disponibilités sont supérieures aux besoins légitimes des affaires, le prix du crédit baisse, mais les entreprises n'empruntent pas davantage ; l'expérience a montré qu'en période d'activité économique l'excédent des crédits faisait naître et soutenait la spéculation qu'en période de dépression, il était utilisé en placements à long terme ; ces deux usages se sont révélés particulièrement dangereux pour la structure financière d'un pays.

L'inflation ne stimule pas directement la production, elle n'atteint que dans des circonstances particulières les consommateurs. Le crédit à la consommation ne peut que difficilement se développer par des voies saines, en effet, il détruit lui-même la marchandise qui est sa garantie et sa raison d'être. L'inflation augmente les possibilités de consommation du public lorsqu'elle est réalisée

par l'intermédiaire des avances de l'Institut d'émission à l'Etat ; par le service des rentes, le paiement des traitements des fonctionnaires, le règlement des travaux publics, l'inflation fiduciaire dans ces conditions accroît les disponibilités des consommateurs. Mais un tel procédé ruine la valeur de la monnaie et détruit le capital d'une nation. D'autre part, il n'est pas certain que le public utilise les fonds supplémentaires dont il dispose, il peut thésauriser, spéculer, faire des placements improductifs. Pour stimuler l'économie d'un pays, il ne suffit donc pas de mettre des disponibilités à la disposition de la production et de la consommation, il faut en diriger l'emploi.

Mais un tel programme ne peut être réalisé dans l'évolution actuelle de la démocratie : le principe de liberté s'oppose à l'intervention d'une autorité quelconque dans la répartition et l'utilisation des revenus des particuliers ou des entreprises.

Le contrôle du crédit pose d'autres problèmes et soulève d'autres difficultés d'ordre politique : il importe, en effet, de déterminer les autorités responsables de la direction de l'économie, et le sens dans lequel elles devront agir.

M. Georges-W. Norris, gouverneur de la Banque de Réserve de Philadelphie ¹ disait : « Il ne rentre pas dans les fonctions des Banques de Réserve de déterminer si le prix de l'argent ou des marchandises est trop haut

1. *Stabilization*, H.R., *op. cit.*, p. 121.

« ou trop bas, et de faire un effort pour les élever ou les
« abaisser !... C'est un pouvoir très dangereux à mettre
« dans les mains d'un homme ou d'un groupe d'hommes
« quelque désintéressé et prudent qu'il soit ; c'est un
« pouvoir que le peuple américain ne voudra jamais
« confier à un Conseil ou à une Commission ».

Il est, en effet, impossible d'investir des particuliers de la fonction de diriger l'économie nationale et de régler le niveau des prix, une telle tâche en admettant même qu'elle soit possible doit relever d'autorités indépendantes des intérêts particuliers. Il est imprudent de reconnaître ces pouvoirs aux gouvernements, ces derniers seraient, en effet, trop tentés dans l'exercice de ces pouvoirs d'attribuer à des considérations sociales ou politiques la prépondérance sur les considérations proprement économiques ou financières. L'expérience d'ailleurs a montré tant aux Etats-Unis que dans les pays qui ont du remettre les pouvoirs monétaires entre les mains des gouvernants que le contrôle de ces derniers n'a presque jamais réalisé une politique de déflation souvent nécessaire mais que par contre il a le plus souvent favorisé l'inflation : l'inflation apparaît, en effet, comme le procédé le plus commode et le plus facile pour résoudre les difficultés financières passagères. Dans ces conditions, le choix de l'autorité responsable de la politique monétaire s'avère particulièrement difficile ; ce problème est d'ailleurs compliqué par le fait qu'il n'est pas possible de limiter l'indépendance des autorités choisies, en leur imposant l'obligation de suivre un indice guide.

Il est en effet difficile de fixer à la politique de crédit un guide précis : le niveau des prix ou le volume de la production ont été préconisés. Mais les indications données par ces guides peuvent être contradictoires. D'autre part, toute décision concernant la politique monétaire implique actuellement un choix entre des tendances très différentes, des arguments opposés, des intérêts très divers : elle nécessite le jugement d'un grand nombre de faits et de doctrines, l'expérience de l'histoire du crédit des années passées ; vouloir simplifier la gestion des instituts d'émission à suivre automatiquement les indications d'un guide, c'est exposer la politique financière aux réactions les plus imprévues. A cet égard, l'expérience américaine de 1923 à 1932 est insuffisante, les considérations auxquelles ont obéi les dirigeants du Système ont toujours tenu compte non seulement d'une foule de facteurs intérieurs mais aussi de facteurs extérieurs.

Dans le monde actuel, les nations ne vivent pas, au point de vue financier du moins, en systèmes fermés. Les mouvements de capitaux entre nations peuvent désorganiser les marchés monétaires et rendre vaine toute tentative de contrôle : la politique de crédit d'un Institut d'émission doit en tenir compte à moins de fermer les frontières du pays tant aux marchandises qu'aux capitaux étrangers : une telle décision n'est pas réalisable ; l'argent est un fluide qu'il est difficile de retenir, de plus chaque nation aujourd'hui est solidaire de l'ensemble des autres. Les nations doivent donc chercher une dis-

cipline commune et des obligations réciproques, adapter leur politique monétaire tant intérieure qu'extérieure aux mêmes normes. A cet égard, l'or constitue non seulement un arbitre indépendant des valeurs, mais un régulateur désintéressé des échanges nationaux et internationaux.

* * *

La politique de contrôle du crédit semble donc condamnée dans sa tentative de stabiliser la vie économique, le niveau des prix et les variations du marché monétaire. Cependant l'expérience américaine n'a pas été sans fruits. Elle a permis d'abord d'approfondir certaines branches des connaissances humaines; elle a développé ensuite une technique nouvelle du crédit qui peut rendre de grands services dans le perfectionnement des marchés monétaires si les buts qui lui sont proposés sont en harmonie avec ses possibilités : elle peut réaliser une adaptation parfaite des offres de crédit et de disponibilités aux demandes du marché; mais elle s'est avérée incapable par des manipulations monétaires d'agir sur les prix et l'évolution des affaires.

La stabilité économique et financière paraît un mythe incompatible avec la nature humaine. M. Miller, membre du Conseil de Réserve fédérale qui a suivi les efforts de l'expérience américaine a résumé ainsi son opinion à cet égard ² : « Si vous voulez une société économique parfait-

2. *Stabilization*, H.R., *op. cit.*, Déposition de M. Miller.

« tement stabilisée, vous devriez essayer d'obtenir une
 « nature humaine statique. Aussi longtemps que nous
 « vivrons dans un monde dans lequel il y aura des hom-
 « mes qui oseront penser et faire des plans et imaginer
 « et risquer leur fortune dans de nouvelles entreprises
 « — et ceci est vrai de notre monde moderne comme un
 « tout et spécialement vrai de notre propre pays — nous
 « ne pourrons pas avoir de stabilité ».

Vu :

Le Doyen :

Edgard ALLIX

Vu :

Le Président de la thèse :

William OUALID.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris :

S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

KEMMERER. — *The A. B. C. of the Federal Reserve System.*

WARBURG. — *The Federal Reserve System.*

BURGESS. — Traduction P. Costé : *Les Banques de Réserve Fédérale et le marché monétaire.*

— *Interpretations of the Federal Reserve Policy in the speeches and writings of B. Strong governor of the Federal Reserve Bank of New-York.*

GOLDENWEISER. — *Federal Reserve System in opération.*

HARDING. — *The formative period of the Federal Reserve System.*

REED. — *Federal Reserve Policy 1921-1930.*

BELLERBY. — *Monetary Stability.*

SPAHR E. WALTER. — *Federal Reserve System and Control of Credit.*

AFTALION. — *Monnaie prix et changes.*

— *Les crises périodiques de surproduction.*

CLAOUÉ. — *Le système bancaire des Etats-Unis.*

BADIN. — *La politique bancaire des Banques de Réserve.*

PARDO. — *Les Banques de Réserve aux Etats-Unis.*

Documents

Washington government printing office.

Opérations of the National and Federal Reserve.
Banking System H.R. 1931 7 volumes.
Stabilisation H. R. 1930.

Puplications

Annual report of the Federal Reserve Board.

Federal Reserve Bulletin mensuel).

The Economist.

The Statist.

The Commercial and Financial Chronicle.

Revue d'Economie Politique.

Revue Politique et Parlementaire.

L'Europe Nouvelle.

Le Bulletin Quotidien.

TABLE DES MATIERES

CHAPITRE PREMIER

LA MONNAIE DIRIGEE

La politique classique des Banques d'émission, l'or régulateur de la vie économique. La nouvelle politique des Banques d'émission, les indices économiques guides de la politique financière.....	1
---	---

CHAPITRE II

LA POLITIQUE MONETAIRE AMERICAINE

Le rôle de l'or, la politique de stabilisation, la nouvelle technique du crédit	23
---	----

CHAPITRE III

L'ORGANISATION BANCAIRE ET MONETAIRE DES ETATS-UNIS

Historique de l'organisation actuelle. Le Système de Réserve fédérale La circulation fiduciaire. La circulation scripturale.....	45
---	----

CHAPITRE IV

LE CONTROLE DE LA CIRCULATION METALLIQUE ET FIDUCIAIRE

Action de l'or et des billets sur le volume du crédit. Action réciproque du volume du crédit sur l'or et la circulation fiduciaire. Contrôle des mouvements de l'or: Contrôle des effets de ces mouvements.	63
---	----

CHAPITRE V

LE TAUX DE L'ESCOMPTE

Rôle de l'escompte aux Etats-Unis. Les fluctuations du taux de l'escompte. Mécanisme des fluctuations. Buts poursuivis. Résultats obtenus	77
---	----

190 LE CONTROLE DU CRÉDIT AUX ETATS-UNIS

CHAPITRE VI

LES OPERATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE

Avantages des opérations sur le marché libre. Réglementation et
mécanisme des opérations. Buts poursuivis. Résultats obtenus. 99

CHAPITRE VII

LA TUTELLE DES BANQUES DE RESERVE

Nécessité de cette tutelle. Mécanisme de la tutelle. Résultats ob-
tenus 125

CHAPITRE VIII

POLITIQUE DE CREDIT` DE 1923 A 1932

Formation de la technique nouvelle 1922-1923. Applications 1924-
1926. Echecs 1927-1929 et 1930-1932 141

CHAPITRE IX

CONCLUSIONS : D'ordre général. D'ordre particulier. L'avenir de
la politique de contrôle du crédit 171

— IMPRIMERIE —
F. BOISSEAU
34, RUE DU TAUR, 34
TOULOUSE

